إتحاد المساهمين بديل محتمل للخصخصة

أثر التغير في نمط الملكية على الأداء المالي للمنظمات



"دراسة تحليلية
لشركات إتحادات المساهمين من العمال"

د. عادل مبروك محمد

أثر التغير في نمط الملكية
على الأداء المالي للمنظمات

"دراسة تحليلية لشركات اتحادات
المساهمين من العمال"

دكتور

عادل مبروك محمد

أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة – جامعة القاهرة

فهرس

أولاً: مقدمة البحث:

أصبحت خطط توسيع قواعد الملكية من خلال تمليك العمال لأسهم الشركات، شديدة التباين والتعقد، وقد أدت التحولات الاقتصادية في دول العالم إلى تغير نمط الملكية من خلال توسيع قاعدة الملكية، ولا شك أن التغيرات السياسية والاقتصادية خلال السنوات العشرين الأخيرة قد أدت إلى تحول نمط الملكية، وقد أدى هذا بدوره إلى التأثير على نتائج المنظمات، ويعتبر تغير نمط الملكية أحد الأبعاد الأساسية لمصداقية وفعالية استراتيجيات الخصخصة في كافة الدول بصفة عامة [١].

ويعتبر تمليك الشركات للعاملين من خلال اتحادات المساهمين من العمال أسلوب تمويل مستحدث ذات تأثير كبير في التدفقات النقدية، فضلاً عن التأثير المرضي على صافي الربح وعلى نصيب السهم من الأرباح، ويتفق هذا مع

---

[١] G. E. Osland & S. T. Cavusgil, "Performance Issues in U. S. – China Joint ventures" Financial Analysts Journal, January / February, ١٩٩٥, p. ١٠٦.

ما ذكره دركر [٢] حيث يرى أن تغير نمط الملكية للمنظمات استتبع ظهور مصادر تمويل غير تقليدية؛ حيث تشير الدلائل العلمية إلى تغير مصادر تمويل الشركات؛ حيـث أظهـرت دراسة على أكبر ١٠٠٠ شركة أمريكية للفترة من ١٩٨٥ – ١٩٩٥ إلى تراجع نسبة الأسهم التي يمثلها مستثمرون أفراد لتصبح في حدود ٤٤ % ليحل محلهـا أسـهم لمسـتثمرين مؤسسات ولتصبح ٥٦ % تقريبا عام ١٩٩٥، بعد ما كـان العكس عام ١٩٨٥، ويؤدي تغير نمط الملكية إلـى تطـوير الأداء بالشركات مع إمكانية التغيير الاستراتيجي، فضلاً عن تفضيل منظمات الأعمال للتعامل مع المستثمرين المؤسسات.

وقد أصبح بيع المنظمات أو بعض أنشطتها أمرا شائعا في دوائر الأعمال حتى وإن تعددت الأسباب مثل ظهور مشتري يعرض سعرا عادلاً حتى في حالة عدم التخطيط لهذا من قبل البائع، أو يكون الدافع هو تنويع مخاطر الاستثمار، وقد يكون السبب تحاشي المشاكل القانونية وتلـك المتعلقـة بالعنصـر

---

[٢] P. Drucker, The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism come to America, N. Y., Harper and Row, ١٩٧٦ p. ٢٠ – ٢٢.

البشري، ويظل الدافع الرئيسي للبيع بصفة رئيسية أنـه قـد يكون البديل الحضاري للإفلاس [٣].

ويرى كونتا [٤] أن العوائد المالية للشركات التي يسـاهم فيها اتحاد المساهمين من العمال ذات استقرار ومغزى وأكبر من تلك الشركات التي لا يوجد بها اتحـاد مسـاهمين مـن العمال، ويضيف كونتا أن اتحادات المساهمين من العمال قد طورت من أداء الشركات بشكل إيجابي، وطورت العوائـد المالية المنخفضة في الشركات الكبيرة الحجم، ويظل ظهـور اتحادات المساهمين من العمال حافز جيد وإشارة قوية لشراء أسهم تلك الشركات، كما أن الوفر الضريبي التي تسمح بـه نظم الضرائب يساعد على التوسع في هذا الاتجاه فضلاً عن تحسين نتائج الأداء [٥].

---

[٣] D. R. Myddelton, The Essence of Financial Management, N. Y., Prentice Hall, New York, ١٩٩٥, pp. ١٥٢ – ١٥٤.

[٤] M. A. Conte, "Financial Returns of Public ESOP Companies Investor Effects Vs. Manager Effects", Financial Analysis Journal, July / August, ١٩٩٦, p. ٥١.

[٥]

ورغم تطبيق عملية قيام العاملين بشراء شـركاتهم فـي المنظمات ذات نمط الملكية الخاص، إلا أنها شاع استخدامها في عمليات الخصخصة وأثبت الواقع نجاح هذا الأسـلوب، ففي شركة الشحن البريطانية الوطنية وبعد بيعهـا للعـاملين وفي عام ١٩٨٦ تضاعفت الأرباح عدة مرات عن مستواها قبل الخصخصة وارتفعت قيمة الأسهم بشكل كبير وتم إلغاء جزء من الدين الحكمي، ونفس الوضع بالنسـبة لترسـانات البناء التابعة لمجموعة بناة السـفن البريطانيـة والتـي تـم خصخصتها عام ١٩٨٥، وشركة ترسانات السفن الحربيـة،

- W. E. Ferson & V. A. Warther, "Evaluating Fund Performance in a Dynamic Market, "Financial Analysis Journal, Nov. / Dec. ١٩٩٦, p. ٢٠.
- R. Bruner and E. R. Brownlee, "Leveraged ESOPs, Wealth Transfers, and W. Shareholder Neutrality" The Case of Polaroid, "Financial Management, Spring ١٩٩٠, p. ٦٠".

وشركة الصلب البريطانية، وشركة ليلاند للشاحنات، ومعهد التطوير الصناعي بفرنسا والذي تم بيعه عام ١٩٨٧ [٦].

ويمثل اتحاد المساهمين من العمال أسـلوب أو مصـدر تمويل لتمليك العمال لأسهم الشركات العامة في حالة توسيع قواعد ملكيتها، ويستخدم أيضا لترويج مشاركة العمال، وقـد يستخدم الإدارة وتنظيم شراء العمال للأسـهم مـن خـلال الاقتراض، ومن خلال هذا الأسلوب يستطيع العمـال تملـك الأسهم بدون أية مدفوعات نقدية أو خصم من المرتبات نظير هذا الشراء، والأسهم التي تم الحصول عليها ربما تكون ذات إصدارات جديدة لتغطية الزيادة أو التوسع في رأس المـال، أو ربما تكون أسهم قائمة [٧]. وتشير الدلائل إلى وجود مزايا وفوائد تعظم من دور اتحاد المساهمين [٨].

---

[٦] C. Vuylsteke, Techniques of Privatization of state – owned Enterprises, Volume ١, Methods and Implementation, World Bank Technical Paper Number ٨٨, Washington, D. C., ١٩٨٩.

[٧] Ibid, pp. ٢٩ – ٣١.

[٨] .F. Ghadar, et., al., "Accelerating Private Ownership: The Role of Esop's", in Privatization For Development, D. C.

ولا شك أن توسيع قواعد الملكية للشركات العامـة مـن خلال البيع الكامل للعاملين ذات أبعاد متعـددة سـواء مـن الناحية التنظيمية أو البشرية أو الفنية أو المحاسبية وأخيـرا المالية، ورغم كثرة الإصدارات التي تناولت تلك الجوانب إلا أنها ما زالت محدودة لا تغطـي كافـة الجوانـب المتعلقـة بالموضوع.

وتشير ورشة العمل الأولى والتي أقيمت في ٨ ديسـمبر ١٩٩٤ بمصر والتي شارك فيها أعضـاء مجـالس إدارات الاتحادات للتحاور حول تملك اتحـادات العـاملين لأسـهم شركاتهم إلى:

أ- تحول الأسلوب الإداري والتنظيمي في الشركات إلى أساليب أكثر فعالية وأقل تكلفة وتطبيق فلسفة القطـاع الخاص في إدارة المال.

International Law Institute, Washington, ١٩٨٧, pp. ٦٤٣ – ٧٠٥.

- L. Blackstone & D. Francks, Guide to Management Buy – outs ١٩٨٦ – ٨٧, The Economist Publications Ltd, London, ١٩٨٨, p. ١٠١.

ب- ارتفاع إنتاجية العامل ورشـد سـلوكه وزيـادة ولاء العاملين لشركاتهم باعتبارهم أصبحوا ملاكًا لها[9].

ج- الحرص على خفض التكلفة وترشيد الإنفاق وسـيادة فلسفة مفهوم إدارة المال الخاص.

د- شعور العاملين بالاطمئنان على اسـتمراريتهم فـي العمل، وعدم دخول عناصر أخرى من خارج الشركة قد تهدد مستقبل العاملين.

ه- التطور الإيجابي لنتائج الأداء المالي.

ثانيا: المشكلة موضوع الدراسة:

يكتنف عملية شراء العاملين لأسهم شركاتهم الكثير مـن الجدل العلمي؛ إذ أن عملية الشراء قد تكـون مربحـة جـدا وتحتوي في الوقت نفسه على درجة مرتفعة من المخـاطرة، وقد يكون البيع للعاملين هـو البـديل الرئيسـي والأقـوى

---

[9] م / عبد الغني حسن السيد، تجربة تملـك اتحـادات العـاملين المساهمين لأسهم شركاتهم في مصر، مشـروع المشـاركة فـي التنمية، ديسمبر ١٩٩٥، ورقة عمل مقدمة إلى الندوة المقامة فـي الجامعة العمالية، ٢٠ / ١٢ / ١٩٩٥.

للتصفية، وقد يكون الحل الوحيد المتـاح، إلا أن ذلـك قـد يحتوي على مجموعة من المشاكل والتي تتمثل في [١٠]:

أ- احتمال انخفاض التدفقات النقدية.

ب- عدم التأكد من قيم الأصول.

ج- عدم توافر التمويل البنكي والصناديق الخاصة.

وقد يتعرض العاملين بعد شرائهم للشركة لمخاطر غيـر مرئية ناشئة عن احتمال عدم الدقة فـي التقيـيم أو التقيـيم المغالي فيه لقيمة الأسهم، خاصة إذا ما تم البيع بنـاء علـى رغبة وعرض العمال أنفسهم ولـيس بنـاء علـى رغبـة الدولة[١١]، وقد يتم البيع نتيجة انخفاض الأداء الشديد للشركة بما لا يسمح مطلقًا ببيع الشركة بيعا عاما، وقد يكون البيـع للعاملين سببه الرئيسي عدم حمـاس المسـتثمرين لشـراء الشركة، أو بسبب وجود مشاكل مادية بالشـركة، أو بسـبب

---

١٠ M. Wright & B. Coync, Management Buy outs, London Croom Helm, ١٩٨٦, p. ١٢٠.

١١ Ke, Op. City., P. ٣٠, e- C. Vuylst.

ضعف الكفاءة، أو بسبب المشاكل العمالية بالشـركة وتأكـد المشتري من عدم ضمان تعاون العمال والإدارة معه[١٢].

ويؤدي أسلوب بيع الشركات للعمال كأسلوب تمويلي إلى زيادة الإنتاجية وإضافة طاقة إيرادية جديدة في حالة زيـادة رأس المال أو كلاهما معا، مما سيسمح بتوليد تدفقات نقديـة تكون قادرة على مواجهة أي التزامات وخاصة إذا ما كـان الشراء قد تم من خلال الاعتماد على القروض، ويرى كـلا من كيث وجاب [١٣] أن المنظمات ترتفع كفاءتها بانتقالها من

١٢

- Ibid, P. ٣١.
- W. Black Stone and D. Francks, Op. Cit., P. ١١١.
- L. Pirie & P. Young, The Future of Privatization, London: Adam Smith Institute, ١٩٨٧, PP. ٦ – ٨.

١٣

- K. Bradley & A. Gelb, "Employee Buyouts of Troubled Companies", H. B. R., Sep, Oct., ١٩٨٥, pp. ١٢١ – ١٣٠.
- ___________, Worker Capitalism, The New Mass, ١٩٨٣, P. ٢٠ – ٢١.

الملكية العامة إلى ملكية العمال من خلال اتحاد المساهمين، وذلك للارتباط فيما بين تحسن الأداء وبين التعويض الفردي، ويضيف الكاتبان أن الشراء بواسطة اتحاد المساهمين من العمال هو رد فعل للمشاكل المالية، عندما تكون أشكال البدائل الأخرى غير متاحة وتكون التكاليف السياسية والاجتماعية للإفلاس مرتفعة جدا، وتشترك جميع المنظمات التي تباع للعاملين في عدة سمات أساسية سببها الرئيسي هو الأزمات المالية التي تواجهها، كما تشترك تلك الشركات في حاجتها إلى الجوانب الأساسية الآتية:

أ- ارتفاع تكلفة التطوير والتعديل.

ب- ارتفاع تكلفة إغلاق الشركة.

ج- التوازن في قيمة الأجور من خلال تخفيض عدد الوظائف وعدد العمال لترشيد مدفوعات الأجور.

د- تطبيق المعاش المبكر الاختياري للتخلص من العمالة الزائدة.

ه- ترشيد الإنفاق.

و- إعادة هيكلة الأصول.

ز- تصويب هيكل التمويل.

وينشأ عن انتقال ملكية الشركات العامة إلى العمال من خلال اتحادات المساهمين مجموعة من المؤشرات الإيجابية المتمثلة في [١٤]:

أ- ارتفاع الإنتاجية.

ب- ارتفاع الربحية وتحسن الأداء والوصول إلى الاستقرار والبقاء.

ج- تحسن هيكل التمويل من خلال انخفاض نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال.

ويرجع السبب في تحسن الإنتاجية والربحية أو الأداء بصفة عامة إلى توافر الحافز القوي لتحقيق الأداء التنافسي والناشئ عن امتلاك العاملين للشركة، فضلاً عن مساعدة الحكومة للملاك الجدد من خلال فرض بعض القيود المؤقتة على المنافسة الخارجية وتطبيق الحماية المؤقتة، مع تقديم

---

[١٤] M. Conte & A. Tannenvaum, "Employee Owned Companies: Is The Differences Measurable? "Monthly Labor Review, July ١٩٧٨, p. ٢٣.

المساعدة الفنية الواجبة لمساندة الشركة للوصول إلى وضـع مربح [١٥].

وليس من شك أن عمليات الشراء الكامل بواسطة اتحادات المساهمين قد تكون مثمرة لهم، إلا أنها قد تشكل مغامرة غير مأموتة لاحتوائها على درجة من المخاطرة، ويرجـع سـبب ظهور عنصر المخاطرة من أن الملاك الجدد قد يكونوا قليلي المعرفة بمفاهيم ملكية الأسهم وإدارة الأموال ومـا تحتويـه الشركات من مشاكل، إلا أنها في الوقت نفسه تشكل حـافزا قويا لتحسين الأداء، ويتطلب هذا إدارة واعية قـادرة علـى إدارة التدفقات النقدية بشكل جيد [١٦].

---

[١٥] K. Boad Ley & A. Gelb, "Employee Buyout of Troubled Companies", Op. Cit., p. ١٢٩.

- "ESOPs: Revoluation of Rip off?" Business Week, April ١٥, ١٩٨٥, p. ٩٤.

[١٦] A. Beatty, "The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans", Journal of Financial Economics, ٣٨, ١٩٩٥, pp. ٢١١ – ٢٤٠.

ويستخلص الباحث مما سبق إجماع الآراء علـى تحسـن وتطور الأداء بمجرد انتقال ملكية الشركات من ملكية عامـة إلى ملكية العاملين من خلال اتحادات مساهمين لهـم، إلا أن هذا التطور يصاحبه نوع من المخاطر المصـاحبة لعمليـة انتقال الملكية، مما قد يؤدي إلى تـدهور الأداء بـدلاً مـن تحسنه، مما قد يعقد الأمور أكثر مما كانت عليه [١٧].

١٧

- C. Vuylsteke, Op. Cit., p. ٣٠.
- S. Chang & Mayers, "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence From Employee, Stock Ownership Plans", Journal of Financial Economies, ١٩٩٢, ٣٢, p. ١٠٣.
- S. Chang "Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth An Empirical Analysis", Financial Management Journal, ٢٠, ١٩٩٠, pp. ٤٨ – ٤٩.
- S. Chaplinsky, "Employee Buyout: Causes, Structures and Consequences", Journal of Financial Economics, ٤٨, ١٩٩٨, pp. ٢٨٣ – ٣٣٢.

وتشير الدراسات السابقة [18] إلى التركيز على دوافع البيع لاتحاد المساهمين من العمال وسواء كانـت حـافز لزيـادة إنتاجية وولاء العاملين أو كانت مصدر للتمويل أو للحصول على مميزات ضرائبية، أو لتكوين قواعد تصويتية في مجلس الإدارة، أو تلك الدراسات التي اتجهت إلى عوامـل تنشـيط مشاركة العاملين في ملكية الشركات، أو الدلائل التي تـدفع العمال للاشتراك في الملكية من حيث حجم التكلفـة والعائـد بالنسبة للعمال، وما ينشأ عن ذلك من نتائج مؤثرة على اتخاذ القرارات، كما تشير الدراسات السابقة [19] إلـى أن تمليـك العاملين يقلل من مشاكل الوكالة بـين الإدارة والمسـاهمين وبالتالي يؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين وذلك كما يرى كلا مـن Jensen & Meckling، بينمـا يـرى Millon & Partch أنه لا توجد أية دلائل على زيادة السيطرة الناشـئة عن البيع للعمال وما ينشأ عن ذلك من أضرار للمسـاهمين الحاليين، وأخيرا قام كلا مـن Deangelo & Mikkelson بدراسة الأوجه المختلفة لنظرية السيطرة في التصويت، ولكن

---

[18] S. Chaplinsky, et., al., Op. City., p. ٣٨٣.

[19] S. Chang & D. Mayers, Op. Cit., p. ١٠٣.

أيا من هذه الدراسات لم ينظر إلى العلاقة بين ملكيـة حـق التصويت وثروة المساهمين. ويتوصل الباحث مما سبق إلى ندرة الدراسات التي اتجهت إلى قياس أثر التوسع في الملكية من خلال البيع الكامل لاتحاد المساهمين من العمـال علـى مستوى الأداء المالي التشغيلي.

وتتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي الآتي وهو:

ما هو أثر التغير في نمط الملكية علـى مسـتوى الأداء بالشركات؟ وذلك على اعتبار أن نمط الملكية متغير مسـتقلاً ومستوى الأداء المالي متغير تابع.

وهناك العديد من المؤشرات الدالة على وجـود المشـكلة بالواقع الميداني المصري كما يلي:

١- ارتفاع نصيب العمال من خلال حصتهم والتي تبدأ بـ ١٠% وحتى ١٠٠% من قيمة الشركة، والتي بلغـت في شركات المطـاحن والتابعـة للشـركة القابضـة للمضارب والمطاحن ١٢٥ مليون جنيه تقريبا والتـي تعكس نسبة ١٠ % كحصة لاتحاد المسـاهمين فقـط وفي ظل نسبة خصم ٢٠ % من السعر، مما يعني كبر حجم المال المستثمر والمملوك لاتحادات المسـاهمين

من العمال، وتمثل تلك القيمة ٢٧٥٠٠٠٠ سـهم [٢٠]، بينما بلغت قيمة الشركات المباعة لاتحادات المساهمين من العمال بالشركة القابضة للتنمية الزراعية حـوالي ٢٤٦ مليون جنيه.

٢- تم بيـع شـركات المضـارب لاتحـادات العـاملين المساهمين بهـا وذلـك لإتاحـة الفرصـة للعـاملين وتشجيعهم على تملك أسهم الشركات التي يعملون بها، وذلك لسببين [٢١]:

أ- رفع الكفاءة وزيادة الإنتاجية.

ب- وقف نزيف الخسائر التي ظهرت خـلال الفترات السابقة.

[٢٠] الشركة القابضة للمضارب والمطاحن، بيان بأسماء الشـركات التي تم بيع جزء منها أو كلها لاتحادات المساهمين من العـاملين، يوليه ١٩٩٩.

[٢١] جمهورية مصر العربية، وزارة قطاع الأعمال العام، المكتـب الفني لوزير قطاع الأعمال العام، بيان بالشركات التي تـم بيعهـا لاتحادات العاملين بالأسهم، يوليه ١٩٩٧.

٣- أن الشركات التي تم بيعها بالكامل للعمال بها حوالي ٤٠,٠٠٠ عامل تملكوا الشركات بقطاع المضارب والمطاحن والتنمية الزراعية.

٤- يلزم القانون تخصيص ١٠ % من أسهم الشركات التي يتم توسيع قواعد ملكيتها لاتحاد المساهمين من العمال.

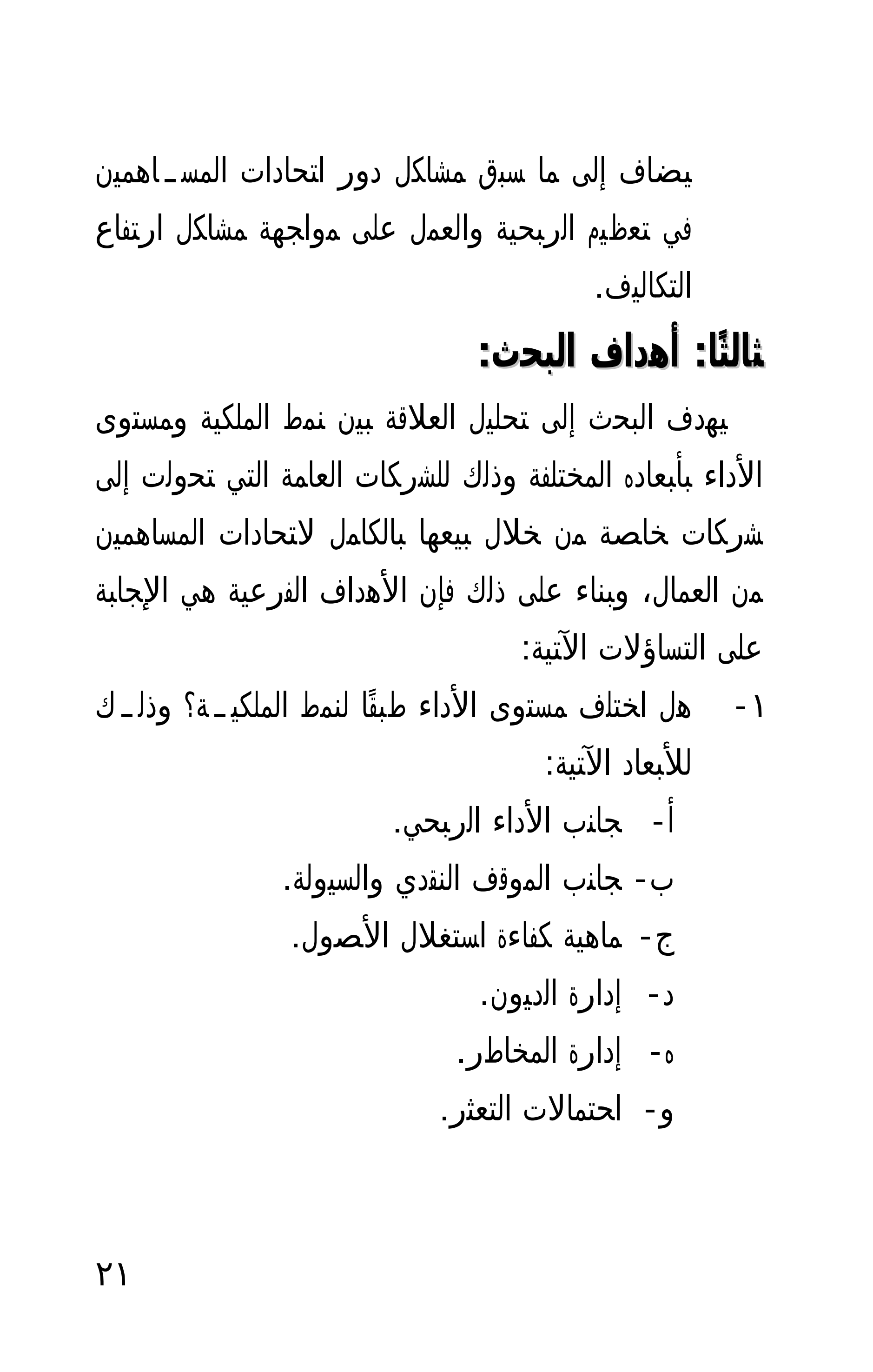
٥- تشير الدلائل الشخصية للباحث إلى ظهور العديد من المشاكل المالية المتعلقة بالربحية والسيولة وهيكل التمويل للشركات التي تم توسيع قواعد ملكيتها من خلال بيعها لاتحادات المساهمين من العمال سواء قبل التحول أو بعد التحول [٢٢].

٦- تشير المناقشات التي تدور في الندوات العلمية [٢٣] إلى وجود بعض المشاكل التي تواجه اتحادات المساهمين من العمال مثل المشاكل الخاصة بتطوير أداء الشركات التي تحولت من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة من خلال اتحادات المساهمين، فضلاً عن مشاكل تطوير وسائل وأدوات مستحدثة للتمويل،

---

[٢٢] الشركة القابضة للمضارب والمطاحن، مرجع سبق ذكره.

[٢٣] م/ عبد الغني حسن السيد، مرجع سبق ذكره، ص ١٥ – ١٦.



يضاف إلى ما سبق مشاكل دور اتحادات المسـاهمين في تعظيم الربحية والعمل على مواجهة مشاكل ارتفاع التكاليف.

ثالثًا: أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحليل العلاقة بين نمط الملكية ومستوى الأداء بأبعاده المختلفة وذلك للشركات العامة التي تحولت إلى شركات خاصة من خلال بيعها بالكامل لاتحادات المساهمين من العمال، وبناء على ذلك فإن الأهداف الفرعية هي الإجابة على التساؤلات الآتية:

١- هل اختلف مستوى الأداء طبقًا لنمط الملكيـة؟ وذلـك للأبعاد الآتية:

أ- جانب الأداء الربحي.

ب- جانب الموقف النقدي والسيولة.

ج- ماهية كفاءة استغلال الأصول.

د- إدارة الديون.

ه- إدارة المخاطر.

و- احتمالات التعثر.

٢- هل توجد فروق معنوية بين مستوى الأداء بأبعاده المختلفة قبل وبعد التحول من ملكية عامة إلى ملكية خاصة؟

٣- هل هناك علاقة بين مستوى العائد المالي وسلوك كلا من المخاطر المالية ومخاطر الأعمال؟

٤- هل انخفضت مؤشرات التعثر بعد التحول للملكية الخاصة؟

٥- هل هناك تناسق في الأداء المالي للشركات موضوع الدراسة؟

٦- ما هي أسباب التباين في الأداء؟

رابعا: فروض البحث:

تم تحديد فروض البحث في ضوء مشكلة البحث وأهدافه، وتتمثل فروض البحث فيما يلي:

١- يؤدي التحول في نمط الملكية إلى تحسن مستوى الأداء وحتى يمكن اختبار هذا الفرض قام الباحث بتقسيمه إلى الفروض الفرعية الآتية:

١/ ١: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى تحسن مستوى الربحية والمقاسة بمعدل العائد على المال المستثمر.

١/ ٢: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى تحسين مستوى السيولة أو تحسن الموقف النقدي والمقاس بنسبة النقدية السائلة إلى مجموع الخصوم المتداولة.

١/ ٣: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى ارتفاع كفاءة استغلال الأصول والمقاسة بمعدل دوران الأصول.

١/ ٤: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى تحسن هيكل التمويل والمقاس بنسبة قيمة الديون إلى قيمة الأصول.

١/ ٥: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى انخفاض احتمالات التعثر والمقاس بمؤشر التمان.

١/ ٦: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى انخفاض:

١/ ٦/ ١: المخاطر المالية.

١/ ٦/ ٢: مخاطر الأعمال.

١/ ٧: يؤدي التحول في نمط الملكية إلى تحسين الأداء التشغيلي والمقاس بنسبة صافي الربح إلى المبيعات.

٢- توجد اختلافات جوهرية "معنوية" في مستوى الأداء قبل وبعد الخصخصة وذلك فيما يتعلق بجوانب الأداء التالية:

٢/ ١: الربحية "معدل العائد على المال المستثمر".

٢/ ٢: الأداء النقدي "نسبة النقدية السائلة إلى الخصوم المتداولة".

٢/ ٣: كفاءة استغلال الأصول "معدل دوران الأصول".

٢/ ٤: هيكل التمويل "نسبة قيمة الديون إلى قيمة الأصول".

٢/ ٥: احتمال التعثر "مقياس التمان".

٢/ ٦: المخاطر المالية.

٢/ ٧: مخاطر الأعمال.

٢/ ٨: الأداء التشغيلي "نسبة صافي الربح إلى المبيعات".

٣- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سلوك العائد المالي والمقاس بمعدل العائـد علـى المال المستثمر وكلا من:

٣/ ١: سلوك المخاطر المالية.

٢/ ٢: سلوك مخاطر الأعمال.

٣/٢: سلوك المخاطر المالية ومخاطر الأعمال معا.

٤- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين احتمالات التعثر والمقاس بمؤشر التمان وكلا من:

٤/ ١: المخاطر المالية.

٤/ ٢: مخاطر الأعمال.

٤/ ٣: المخاطر المالية ومخاطر الأعمال معا.

٥- توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة إحصائية بين احتمالات التعثر والمقاس بمؤشر التمان وجـودة هيكل التمويل والمقاس بالمؤشرات الآتية:

٥/ ١: نسبة قيمة الديون إلى الأصول.

٥/ ٢: نسبة قيمة الديون إلى الملكية.

٥/ ٣: نسبة الديون الطويلة إلى الملكية.

٥/ ٤: نسبة الديون إلى الأصول والديون إلـى الملكيـة والديون الطويلة إلى الملكية.

٦- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين الربحية والمقاسة بمعـدل العائـد علـى المـال المستثمر والسيولة والمقاسة بالمؤشرات الآتية:

٦/ ١: نسبة التداول.

٦/ ٢: نسبة التداول السريعة.

٦/ ٣: نسبة النقدية السائلة إلى الخصوم المتداولة.

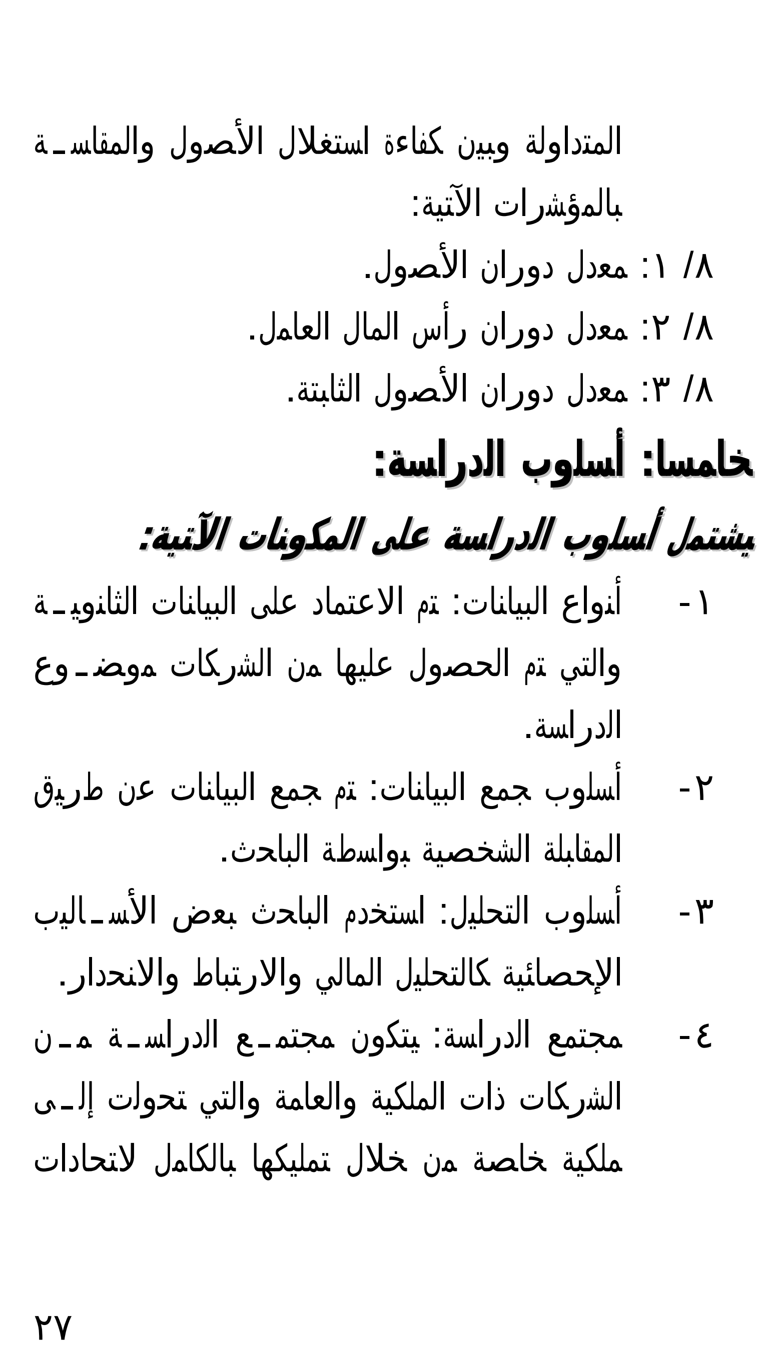
٧- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين الربحية والمقاسة بمعـدل العائـد علـى المـال المستثمر وكفاءة اسـتغلال الأصـول والمقاسـة بالمؤشرات الآتية:

٧/ ١: معدل دوران الأصول.

٧/ ٢: معدل دوران رأس المال العامل.

٧/ ٣: معدل دوران الأصول الثابتة.

٨- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين السيولة والمقاسة بنسبة النقديـة إلـى الخصـوم



المتداولة وبين كفاءة استغلال الأصول والمقاسة بالمؤشرات الآتية:

٨/ ١: معدل دوران الأصول.

٨/ ٢: معدل دوران رأس المال العامل.

٨/ ٣: معدل دوران الأصول الثابتة.

خامسا: أسلوب الدراسة:

يشتمل أسلوب الدراسة على المكونات الآتية:

١- أنواع البيانات: تم الاعتماد على البيانات الثانوية والتي تم الحصول عليها من الشركات موضوع الدراسة.

٢- أسلوب جمع البيانات: تم جمع البيانات عن طريق المقابلة الشخصية بواسطة الباحث.

٣- أسلوب التحليل: استخدم الباحث بعض الأساليب الإحصائية كالتحليل المالي والارتباط والانحدار.

٤- مجتمع الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من الشركات ذات الملكية والعامة والتي تحولت إلى ملكية خاصة من خلال تمليكها بالكامل لاتحادات

مساهمين من العمال وعددها ثلاثون شركة وذلك في ٨/ ٣/ ٢٠٠٠ (*).

٥- عينة الدراسة: اعتمد الباحث على توافر مجموعة من الشروط الأساسية على النحو الآتي في عينـة الدراسة:

أ- توافر سلسلة زمنية ملائمة لا تقل عن خمس سـنوات بعد التحول من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة.

ب- أن يتم بيعها بالكامل تقريبا لاتحاد المسـاهمين مـن العمال بمعنى أن يتم بيع ٩٥ % من الشـركة علـى الأقل لاتحاد المساهمين.

ج- تماثل طبيعة النشاط.

وبناء على ما سبق والملحق رقم (١) بشأن الشركات التي تم بيعها بالكامل أو أغلبيـة أسـهمها لاتحـادات العـاملين المساهمين، فإن الباحث اعتمد على الحصر الشامل لشركات التنمية الزراعية وعددها إحدى عشرة شركة وهـي تمثـل ٣٧% من مجتمع الدراسة، ويوضح الجدول الآتي رقـم (١) أسماء الشركات موضع الدراسة.

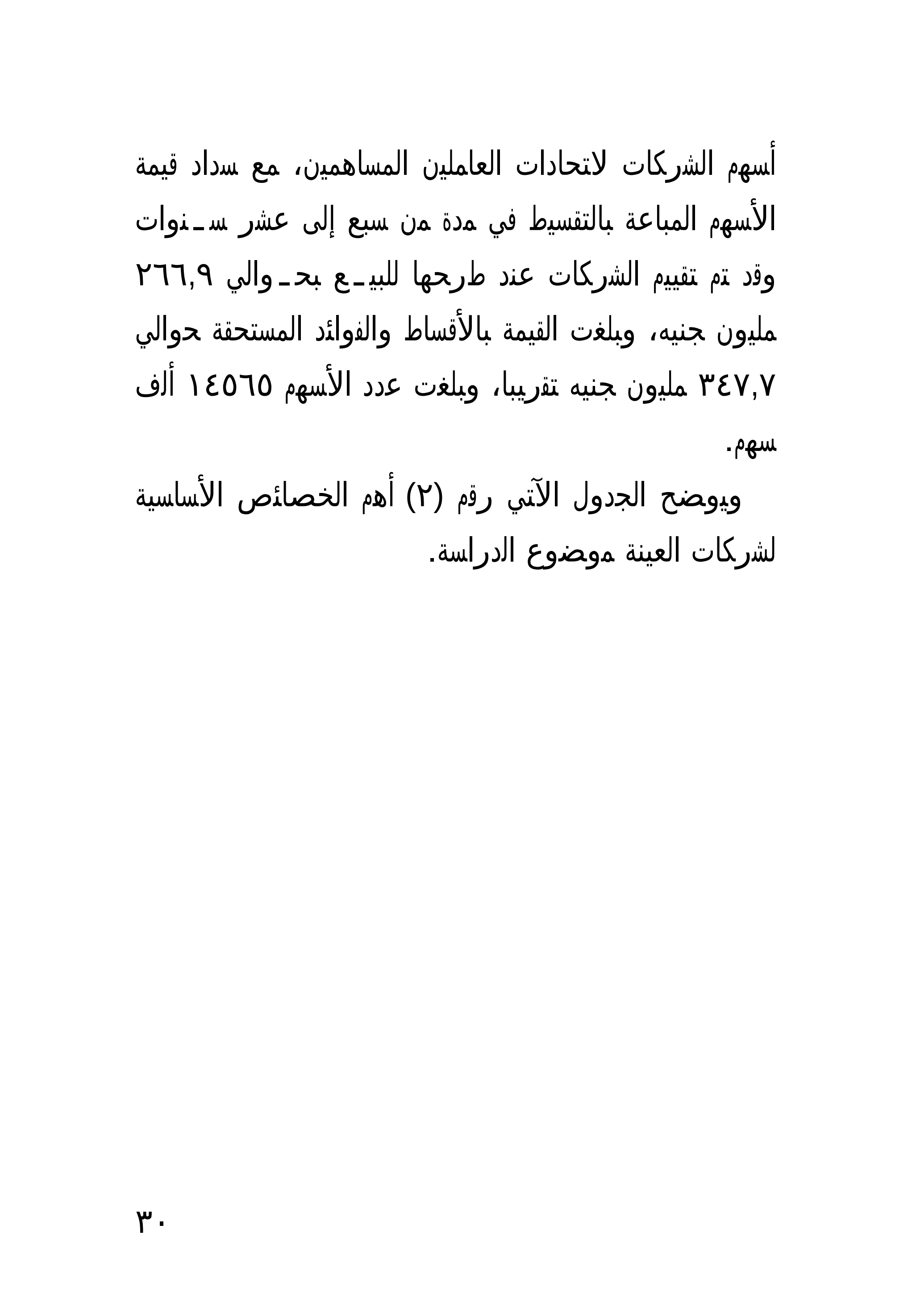
* ملحق الدراسة رقم ١.

جدول رقم (١)

شركات هيئة الدراسة

م	اسم الشركة	نسبة البيع	القيمة	تاريخ البيع لاتحادات المساهمين
١	وادي كوم أمبو لاستصلاح الأراضي	٩٥ %	٧٠	٢١/ ١٢/ ١٩٩٤
٢	الشركة العامة لاستصلاح الأراضي	٩٥ %	٦١	٢٣/ ١٢/ ١٩٩٤
٣	الشركة المصرية العقارية	٩٥ %	٤٦	١٥/ ٣/ ١٩٩٤
٤	الري للأشغال العامة	٩٥ %	٢٣	٨/ ١/ ١٩٩٥
٥	الكراكات المصرية	٩٥ %	١٨	٢/ ٢/ ١٩٩٥
٦	كراكات الوجه القبلي	٩٥ %	٨	١١/ ٢/ ١٩٩٥
٧	العربية لاستصلاح الأراضي	٩٥ %	٦١	٤/ ٢/ ١٩٩٥
٨	ريجوا	٩٥ %	٢٨	٢١/ ٢/ ١٩٩٥
٩	مساهمة البحيرة	٩٥ %	٤٩	٢١/ ٦/ ١٩٩٥
١٠	المكتب العربي	٩٥ %	١٠	١٥/ ٦/ ١٩٩٥
١١	المكتب الاستشاري	٩٥ %	٥	٤/ ٢/ ١٩٩٥

وقد تحولت هذه الشركات إلى الملكية الخاصة من خلال ما قررته الجمعية الغير عادية للشركة القابضة للتنمية الزراعية في ٢٧/ ٤/ ١٩٩٤م، والتي قررت بيع ٩٥ % من



أسهم الشركات لاتحادات العاملين المساهمين، مع سداد قيمة الأسهم المباعة بالتقسيط في مدة من سبع إلى عشر سـنوات وقد تم تقييم الشركات عند طرحها للبيـع بحـوالي ٢٦٦,٩ مليون جنيه، وبلغت القيمة بالأقساط والفوائد المستحقة حوالي ٣٤٧,٧ مليون جنيه تقريبا، وبلغت عدد الأسهم ١٤٥٦٥ ألف سهم.

ويوضح الجدول الآتي رقم (٢) أهم الخصائص الأساسية لشركات العينة موضوع الدراسة.

جدول رقم (٢)
أهم الخصائص الأساسية للشركات
موضوع الدراسة

البيـ ـ ـان	١٩٩٤	١٩٩٩	التطور (مرة)
رأس المال المدفوع بـالألف جنيه	**٦٨٣٨٠**	**٢٢٣٣٢٠**	**٣,٢٥**
قيمة حقوق الملكيـة بـالألف جنيه	**٣٦٨٣٩٢**	**٤٩٠٤٤٨**	**١,٣٣**
إيرادات نشاط جاري بـالألف جنيه	**٩٨٩٢٦٩**	**١٩٥٤٩٣١**	**١,٩٨**
صافي الربح القابل للتوزيـع بالألف جنيه	**٦٧٢٧٥**	**١٣١٨٨٣**	**١,٩٦**
الإنفاق الاسـتثماري بـالألف جنيه	**٩٢٦٥١**	**٢٨٩٦١١**	**٣,١٣**
متوسط أجر العامل	**٦٤٩٢**	**٩٥١٠**	**١,٤٧**

سادسا: عرض نتائج الدراسة الميدانية:

يستعرض الباحث في الجزء الآتي تحليلاً للبيانات التي تم التوصل إليها بالنسبة لشركات التنمية الزراعية.

١- تحسن الأداء الربحي بصفة عامة بعد الخصخصة تحسنًا ملحوظًا، ويوضح الجدول الآتي رقم (٣) الوصف العام للأداء الربحي للشركات موضوع الدراسة.

جدول رقم (٣)

مقاييس الأداء الربحي للشركات قبل وبعد التحول في نمط الملكية

المقاييس	متوسط المؤشر قبل الخصخصة	متوسط المؤشر بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	عدد الشركات قبل الخصخصة		عدد الشركات بعد الخصخصة	
					أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط	أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط
١- معدل العائد على المال المستثمر	**٠,٠٤**	**٠,٠٧٢**	**٠,٠٣٢**	**٠,٧٥**	**٥**	**٦**	**٥**	**٦**
٢- معدل العائد على قاعدة الملكية	**٠,٤١**	**١,٠٩**	**٠,٦٨**	**١,٦٦**	**٦**	**٥**	**٦**	**٥**
٣- معدل العائد على مصادر التمويل الطويلة	**٠,٢١**	**٠,٤١**	**٠,٢٠**	**٠,٩٥**	**٦**	**٥**	**٤**	**٧**

٤- نسبة مجمل الربح إلى المبيعات	٠,٠٧	٠,١١	٠,٠٤	٠,٥٧	٨	٣	٥	٦
٥- نسبة صافي الربح إلى المبيعات	٠,٠٣	٠,٠٧	٠,٠٤	١,٢٣	٨	٣	٥	٦

ويشير تحسن الأداء الربحي بالشركات موضوع الدراسة وذلك بعد الخصخصة إلى اتفاق هذا مع ما توصـلت إليـه الدراسات السابقة؛ حيث توصل ميجنسون وآخرين (٢٤) إلـى زيادة ربحية الشركات بصورة معنوية بعـد الخصخصـة، ويشير ماكدونالد (٢٥) إلـى تحسـين المبيعـات والتصـدير والأرباح للشركات بعد الخصخصـة، ويضـيف أن هنـاك شركات أخرى وصـلت إلـى حـد التعـادل بالكـاد بعـد الخصخصة، كما توصلا كلا من بوبيكاريا وكوست (٢٦) إلى

[٢٤] W. Mlegginson, etal., "The Financial Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", Journal of Finance, June, ١٩٩٤, P ١٦.

[٢٥] K. McDonald, Why Privatization is not enough", H. B. R., May / June, ١٩٩٣, P. ٢٠.

[٢٦] N. Boubakri and C. Cosset, "The Financial and Operating Performance of Newly

زيادة ربحية الشركات بعد الخصخصة في الـبلاد الناميـة، ويركزان على أهمية نمط الملكية في علاقته بالأداء الربحي، حيث إن تغير التوجهات للملكية مختلفة من عامة إلى خاصة، حيث إن توجهات الملكية الخاصة هي التركيز على الـربح، ويبرزان أهمية متوسط دخل الفرد في الدولة التي تقع فيهـا الشركات المخصخصة على مستوى الأداء، وأخيرا فإن هناك زيادة جوهرية في مستويات كلا من الربحية والمبيعات(٢٧).

يوضح الجدول رقم (٤) تحسن الأداء من خلال التطـور الموجب لمؤشرات استغلال الأصول بعد التحول فـي نمـط الملكية، ويمكن القول إن التحسن في الأداء التشغيلي والمقاس بمعدلات الدوران المتعددة قد أدى إلى تحسن أداء الربحيـة بالشركات موضوع الدراسة، وتجدر الإشارة إلى انخفـاض معدل دوران النقدية إلا أن ذلك يشير إلى التحسن في الموقف

Privatized Firms Evidence From Developing Countries", The Journal of Finance, June ١٩٩٨, P. ٥٠.

[٢٧] J. Souza, "Determinants of Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms", Thesis, For Doctor of Philosophy, Athens, Georgia, U. S. A., ١٩٩٨, p. ٥٠.

النقدي للشركات؛ حيث توافرت للشركات مبالغ نقدية [*] تـم استثمارها في شكل ودائع ويؤكد ما سـبق ارتفـاع معـدل دوران حسابات القبض وانخفاض فترة التحصيل وزيادة نسبة المبيعات إلى المخزون وارتفاع معـدل دوران رأس المـال العامل وارتفاع نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة.

ويتفق ارتفاع الأداء التشغيلي للشركات موضوع الدراسة بعد الخصخصة مـع مـا توصـلت إليـه دراسـات كـلا من ميجنسون وآخرين [٢٨]، وماكدونالـد [٢٩]، وبوبيكاريـا وكوست [٣٠]، إلا أن ستيفين ودافيد [٣١] يوجهان الاهتمام إلى ضرورة الربط فيما بين الأداء عموما والأداء التشغيلي بصفة

---

* ميزانيات الشركات بعد الخصخصة.

٢٨ W. Megginson, et., al., Op. City., p. ١٦.

٢٩ K. Mc Donals, Op. City., p. ٢٠.

٣٠ N. Boubakri and C. Cosset., Op. Cit., p. ٥٠.

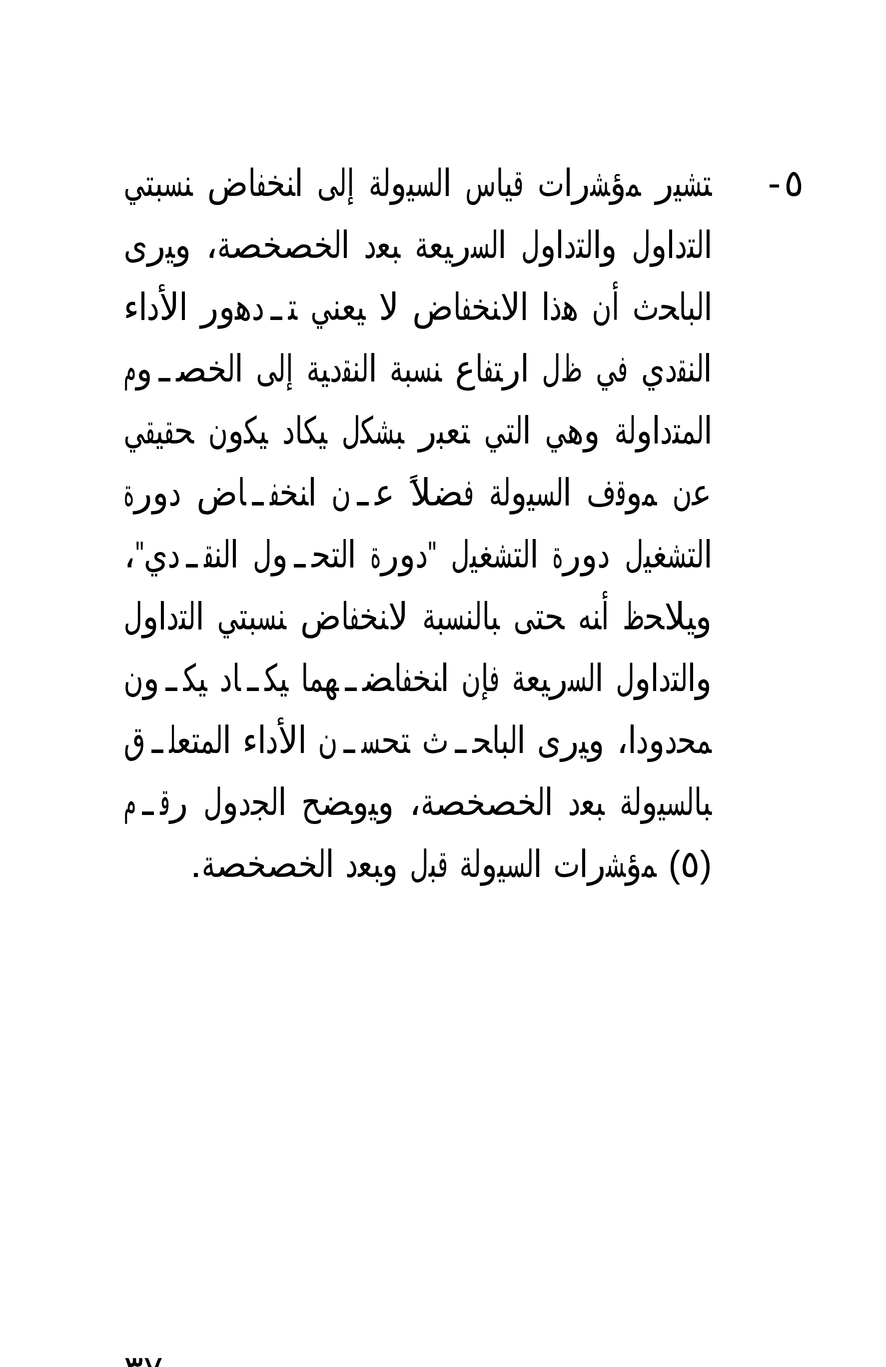
٣١ M. Stephen & P. David, Privatization and Economic Performance Through The Business Cycle", Marginal and Decision Economies, N. ١٦, ١٩٩٥, p. ٢٠

خاصة وبين الظروف الاقتصادية المحيطة بالـدول والتـي غالبا ما يكون لها تأثير قوي على أداء الشركات.

جدول رقم (٤)

كفاءة الأداء التشغيلي قبل وبعد الخصخصة

المؤشرات	المتوسط قبل الخصخصة	متوسط بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	عدد الشركات قبل الخصخصة		عدد الشركات بعد الخصخصة	
					أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط	أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط
١- معـــدل دوران الأصول	**٠,٢٦**	**٠,٤٩**	**٠,١٣**	**٠,٢٦**	**٥**	**٦**	**٥**	**٦**
٢- معـــدل دوران النقدية	**٩**	**٤,٤٩**	**(٤,٥١)**	**(٠,٥٠)**	**٩**	**٢**	**١٠**	**١**
٣- معـــدل دوران حسابات القبض	**٠,٧٣**	**٠,٩٣**	**٠,٢**	**٠,٢٧**	**٧**	**٤**	**٥**	**٦**
٤- متوسـط فتـرة التحصيل	**٥٠٧**	**٤٣٨**	**٦٩**	**٠,١٤**	**٤**	**٧**	**٥**	**٦**
٥- نسبة المبيعـات إلى المخزون	**٣,١٦**	**٤,٨٨**	**١,٧٢**	**٠,٥٤**	**٧**	**٤**	**٨**	**٢**
٦- معـــدل دوران رأس المال العامل	**٠,٥٦**	**٠,٦٣**	**٠,٠٧**	**٠,١٣**	**٥**	**٦**	**٥**	**٦**
٧- معـــدل دوران الأصول الثابتة	**١,٤٦**	**١,٨٣**	**٠,٣٧**	**٠,٢٥**	**٧**	**٤**	**٨**	**٣**
٨- معـــدل دوران الخصوم المتداولة	**٠,٨٣**	**٠,٨٠**	**٠,٠٣**	**٠,٠٤**	**٧**	**٤**	**٩**	**٢**



٥- تشير مؤشرات قياس السيولة إلى انخفاض نسبتي التداول والتداول السريعة بعد الخصخصة، ويرى الباحث أن هذا الانخفاض لا يعني تـدهور الأداء النقدي في ظل ارتفاع نسبة النقدية إلى الخصـوم المتداولة وهي التي تعبر بشكل يكاد يكون حقيقي عن موقف السيولة فضلاً عـن انخفـاض دورة التشغيل دورة التشغيل "دورة التحـول النقـدي"، ويلاحظ أنه حتى بالنسبة لانخفاض نسبتي التداول والتداول السريعة فإن انخفاضـهما يكـاد يكـون محدودا، ويرى الباحـث تحسـن الأداء المتعلـق بالسيولة بعد الخصخصة، ويوضح الجدول رقـم (٥) مؤشرات السيولة قبل وبعد الخصخصة.

جدول رقم (٥)

مقاييس السيولة قبل وبعد الخصخصة

المؤشرات	المتوسط قبل الخصخصة	متوسط بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	عدد الشركات قبل الخصخصة		عدد الشركات بعد الخصخصة	
					أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط	أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط
١- نسبة التداول	**١,٤٩**	**١,٢٨**	**(٠,٢١)**	**(٠,١٤)**	**٧**	**٤**	**٨**	**٣**
٢- نسـبة التـداول السريعة	**١,٢١**	**١,١١**	**(٠,١)**	**(٠,٠٨)**	**٦**	**٥**	**٨**	**٣**
٣- صافي رأس المال العامل	**٥٢٧,٢٦**	**٤٩,٩٣٨**	**٣٦,٨٨**	**(٠,٠٧)**	**-**	**١١**	**-**	**١١**
٤- نسبة النقدية إلى خ. م.	**٠,١١**	**٠,١٨**	**٠,٠٧**	**٠,٦٤**	**٦**	**٥**	**٦**	**٥**
٥- معـــدل دوران المخزون	**٣,٠٨**	**٤,٦٢**	**١,٥٤**	**٠,٥٠**	**٧**	**٤**	**٨**	**٣**
٦- فترة التخزين	**١٢٤**	**٨٥**	**٣٩**	**٠,٣١**	**٤**	**٧**	**٣**	**٨**
٧- مهلة السداد	**٥٢٦**	**٦٣٣**	**١٠٧**	**٠,٢٠**	**٨**	**٣**	**٥**	**٦**
٨- معـــدل دوران حسابات الدفع	**٠,٧**	**٠,٥٩**	**٠,١١**	**٠,١٦**	**٤**	**٧**	**٦**	**٥**
٩- دورة التشغيل	**٦٣١**	**٥٢٣**	**١٠٨**	**٠,١٧**	**٦**	**٥**	**٦**	**٥**

٦- يوضح الشكل الآتي رقم (١) العلاقة بين الربحية والسيولة قبل وبعد الخصخصـة، وسـوف يـتم التعبير عن الربحية بمعدل العائـد علـى المـال

المستثمر، كما يعبر عن السيولة بنسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة ويكون متوسط العائد هو عبارة عن متوسط العائد قبل الخصخصة مضـافًا إليـه العائد بعد الخصخصة مقسـوما علـى ٢ وذلـك باعتباره نقطة التميز "المقياس المقـارن" ونفـس المفهوم على نسبة النقدية للخصـوم المتداولـة، ومقارنة المتوسط قبل وبعد بنقطة التفرد هذه فإذا كان المتوسط أعلى يعني الارتفاع والعكس.

الإطار المرجعي العائد = $\frac{٠,٠٧٢ + ٠,٠٤}{٢}$ **= ٠,٠٥٦**

الإطار المرجعي للسيولة = $\frac{٠,١٨ + ٠,١١}{٢}$ **= ٠,١٤٥**

ويشير الشكل رقم (١) إلـى أن السـمة الغالبـة علـى الشركات بعد الخصخصـة أنهـا شـركات قويـة ذات أداء مرضي سواء في الربحية أو السيولة، ويـرى الباحـث أن تحول نمط الملكية قد أدى إلى تحسن الأداء ممـا أدى إلـى إنقاذ الشركات مـن التـدهور الواضـح فـي الأداء قبـل

الخصخصة؛ حيث تقع الشركات قبل الخصخصة في مربـع الرعب، إذ يرى كلا من ويلسون ومهيج [٣٢] أن الشـركات الواقعة في المربع رقم (١) هي شركات لا تسـتطيع البقـاء أو الاستمرار وهي شركات فاشلة لا تحقق أرباح وليس لديها سيولة؛ حيث تشتق السيولة من الربحية، وفي الوقت نفسـه تقيس السيولة الظروف والأحوال المالية، بينما تقيس الربحية الأداء التشغيلي.

يؤكد ما سبق ارتفاع مؤشرات قياس اسـتغلال أو كفـاءة الأصول بعد الخصخصة، والتي تؤكـد أن ارتفـاع كفـاءة استغلال الأصول قد أدى إلى ارتفاع مؤشرات الربحية ممـا يعني تحسن الأداء الربحي والذي نشأ عنهما تحسن موقـف السيولة وذلك كله بعد التحول في نمط الملكية.

ولا شك أن الربحية قد تحسنت تحسنًا ملحوظًا خاصة وأن معدل العائد على المال المستثمر قد تعدى معدل الفائدة على

---

[٣٢] R. Wilson and G. Mchugh, Financial Analysis, A Managerial Introduction, Dassell Educational Limited, London, ١٩٩٢, pp. ٧٤ – ٧٧.

القروض (*) حيث بلغ متوسط معدل الفائدة على القروض في قطاع التنمية الزراعية؛ حيث طبيعة عمل الشركات موضـع البحث ٧ %.

شكل رقم (١)

علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الخصخصة

يشير الجدول رقم (٦) إلى مؤشـرات الدائنيـة وهيكـل التمويل، ويشير الجدول إلى ارتفاع نسبة الديون إلى الأصول

---

* مقابلة مع رئيس القطاع المـالي بالشـركة القابضـة للتنميـة الزراعية.

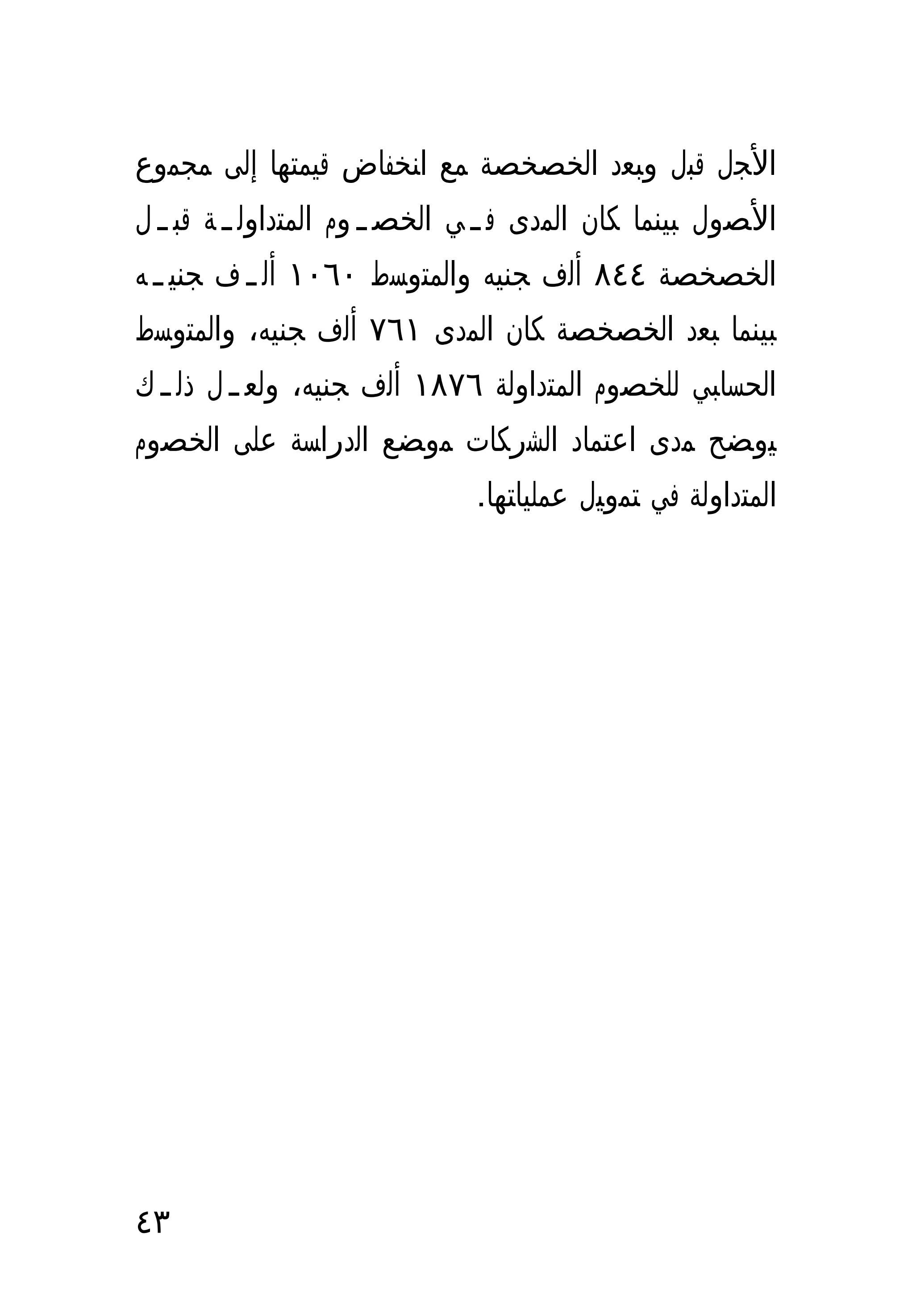
بعد الخصخصة، مع ارتفاع نسبة الديون إلى قاعدة الملكيـة، ولا تتفق النتيجة السابقة مع الدراسات السـابقة، إذ توصـل سيوزا [(٣٣)] إلى انخفاض الرافعة المالية بشكل جوهري بعـد الخصخصة، وما توصل إليه كلا من ميجنسون وآخرين [(٣٤)] من انخفاض الرافعة المالية بعد الخصخصة، ويرجع سـبب ارتفاع نسبة الديون إلى الأصول إلى ارتفاع أو التوسع فـي الاعتماد على الخصوم المتداولة. ويؤكد ما سـبق انخفـاض نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى حق الملكية. يضاف[(*)] إلى ما سبق أن نسبة القروض طويلة الأجل إلـى إجمـالي الأصول كانت قبـل الخصخصـة ١٥ % وأصـبحت بعـد الخصخصة ١٤ %، كما أن المدى للقروض طويلة الأجـل قبل الخصخصة كان ١٥٥ ألف جنيه، والمتوسـط الحسـابي ٣٥٥ ألف جنيه، وبعد الخصخصة كان المدى ٢١ ألف جنيه، والمتوسط الحسابي للديون طويلة الأجل ٤١١ ألـف جنيـه، وواضح من البيانات السابقة تقارب قيمة القـروض طويلـة

---

[٣٣] J. Souza, Op. Cit., P. ٢٠

[٣٤] W. Megginson, et. Al., Op. Cit., P. ١٦

[*] ميزانيات الشركات موضوع الدراسة.



الأجل قبل وبعد الخصخصة مع انخفاض قيمتها إلى مجموع الأصول بينما كان المدى فـي الخصـوم المتداولـة قبـل الخصخصة ٨٤٤ ألف جنيه والمتوسط ١٠٦٠ ألـف جنيـه بينما بعد الخصخصة كان المدى ٧٦١ ألف جنيه، والمتوسط الحسابي للخصوم المتداولة ١٨٧٦ ألف جنيه، ولعـل ذلـك يوضح مدى اعتماد الشركات موضع الدراسة على الخصوم المتداولة في تمويل عملياتها.

جدول رقم (٦)

مؤشرات هيكل التمويل قبل وبعد الخصخصة

المؤشرات	المتوسط قبل الخصخصة	متوسط بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	عدد الشركات قبل الخصخصة		عدد الشركات بعد الخصخصة	
					أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط	أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط
١- نسبة إجمالي الديون إلى الأصول	**٠,٥٨**	**٠,٧٧**	**٠,١٩**	**٠,٣٣**	**٦**	**٥**	**٧**	**٤**
٢- نسبة إجمالي الديون إلى قاعدة الملكية	**١٩**	**٢٥**	**٦**	**٠,٣٢**	**٣**	**٨**	**٥**	**٦**
٣- نسبة الديون الطويلة إلى قاعدة الملكية	**٥,٠٣**	**٤,٥**	**٠,٥٣**	**٠,١١**	**٤**	**٧**	**٦**	**٥**
٤- عدد مرات تغطية الأرباح للفوائد	**١**	**٢**	**١**	**٠,١٠٠**	**٩**	**٢**	**٨**	**٣**
٥- نسبة الرافعة التمويلية نسبة الأصول للملكية	**٣٩,٥**	**٣٥**	**٤,٥**	**٠,١١**	**٧**	**٤**	**٦**	**٥**
٦- مؤشر الرافعة التمويلية نسبة عائد الملكية للعائد على الاستثمار	**١٣**	**٧**	**٦**	**٠,٤٦**	**٧**	**٤**	**٧**	**٤**

ورغم ارتفاع نسبة المديونية بصفة عامـة إلا أن هنـاك تحسنًا طرأ على نسبة تغطية الأرباح للفوائد. ويرى فيني[٣٥] أن الشركات التي تتوسع في التمويل بالديون هـي شـركات قوية وقد تكون شركات كبيرة أو متوسط الحجم، ويضـيف فيني أنه لا توجد نسبة مثلي لنسبة الـديون إلـى الخصـوم ورأس المال، وإن كانت هناك شـركات قويـة وشـركات ضعيفة، ويرى الباحث أن توسع الشركات موضوع الدراسة في الاعتماد على القروض في التمويل هو ظـاهرة إيجابيـة لأن الاعتماد على القروض يتم بطريقـة مخططـة، وهـو الطريق الوحيد تقريبا للاستمرار في عالم الأعمال، وذلك بعد الخصخصة وبعد ما تحولت الشركات بالكامل إلى شـركات مساهمة مملوكة للعاملين من خـلال اتحـادات مسـاهميهم وزوال حماية الدولة لتلك الشركات.

٧- يوضح الجدول رقم (٧) تحسن المخاطر الماليـة ومخاطر الأعمال ومؤشر التعثر (التمـان) بعـد

---

[٣٥] R. Finney, Every Manager's Guide To Business Finance, American Mangement Association, N. Y., ١٩٩٤, pp. ٨٩ – ٩١.

الخصخصة، ويرجع السبب في هذا إلـى تحسـن معدل العائد على المال المستثمر ليتعـدى معـدل الفائدة على القروض، فضلاً عن تحسن مؤشرات السيولة ومؤشرات كفاءة استغلال الأصول، ويتفق تحسن الأداء العـام للشـركات والمعبـر عنـه بالمؤشرات الثلاثة السابقة مع ما توصل إليه كـلا من بيري وبابستسكي[٣٦] من تحسن الأداء العـام للشركات بعد الخصخصة.

[٣٦] J. Perry and T. Babistsky, "Comparative Performance in Urban Transit: Assessing Privatization Strategies", Public Administration Review, Han. / Feb. ١٩٨٦., P. ١١٠.

جدول رقم (٧)

المخاطر المالية ومخاطر الأعمال ومؤشر التمان قبل وبعد الخصخصة

المؤشرات	المتوسط قبل الخصخصة	متوسط بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	عدد الشركات قبل الخصخصة		عدد الشركات بعد الخصخصة	
					أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط	أعلى من المتوسط	أقل من المتوسط
التمان	**٠,٥٨**	**٠,٨٢**	**٠,٢٤**	**٠,٤١**	**١١**	**-**	**١١**	**-**
المخاطر المالية	**(٠,٤٨)** (*)	**٠,٠٤٤**	**-**	**-**	**٧**	**٤**	**٨**	**٣**
مخاطر الأعمال	**٠,٦١**	**١,٦٠٤**	**-**	**-**	**٩**	**٢**	**١٠**	**١**

ولا شك أن تحسن مخاطر الأعمال والمخـاطر الماليـة ومقياس التمان يعني أن التحول في نمط الملكية قد أدى إلـى إنقاذ الشركات موضع الدراسة من التوقف والانهيار المـالي والاقتصادي، ويتفق هذا مع النتيجة السابقة بالبند السادس من هذا البحث حين أن ارتفاع كفاءة استغلال الأصول قـد أدى

* معدل العائد على المال المستثمر أقل من معـدل الفائـدة علـى القروض.

إلى توافر ربحية نشأ عنها تحسن الموقف النقدي وذلك بعد الخصخصة، وهو عكس ما كان سائدا قبل الخصخصة.

٩- يوضح الجدول رقم (٨) الأوزان الترجيحية للمؤشرات المختلفة للشركات موضوع الدراسة ويتضح من الجدول النقاط الآتية:

أ- على مستوى كل مجموعة من المجموعات الأربع للمؤشرات نجد اختلاف الشركة القائدة قبل وبعد الخصخصة، ويعني هذا عدم ثبات الأداء لكل شركة قبل وبعد الخصخصة.

ب- على المستوى الإجمالي للوزن الترجيحي نجد الشركة القائدة قبل الخصخصة ليست هي نفسها بعد الخصخصة.

ج- المدى في عدد النقط قبل الخصخصة ٣٠١ نقطة، وبعد الخصخصة ٢٢٦ نقطة، بينما كان متوسط النقاط قبل الخصخصة ٧٢٨ نقطة، وبعد الخصخصة ٧٢٤ نقطة، وكان عدد الشركات التي تقع فوق المتوسط ٥ شركات قبل وبعد الخصخصة، وهذا ما يؤكد ما جاء بالبندين السابقين أ، ب.

جدول رقم (٨)

الأوزان الترجيحية للمؤشرات

قبل وبعد الخصخصة

	الأوزان قبل الخصخصة لمؤشرات					الأوزان بعد الخصخصة لمؤشرات				
	الربحية	استغلال الأصول	السيولة	هيكل التمويل	المجموع	الربحية	استغلال الأصول	السيولة	هيكل التمويل	المجموع
العربية	**٩٢**	**٢٠١**	**٢٨٦**	**١٨٨**	**٧٦٧**	**٦٧**	**١٨٩**	**٢٢١**	**١٧٩**	**٦٥٦**
العقارية	**١٥٣**	**٢٠٠**	**٢٦١**	**١٩١**	**٨٠٥**	**١٥٨**	**٢١٧**	**٢٧٤**	**١٦٦**	**٨١٥**
مساهمة البحيرة	**١٣١**	**١٩٨**	**٢٢٧**	**١٣٧**	**٦٩٣**	**١٠٥**	**٢٠٢**	**٢٨٢**	**١٦٨**	**٧٥٧**
وادي كوم أمبو	**١٤٩**	**٢٢٩**	**٢٧٦**	**٢٠٢**	**٨٥٦**	**١٢٥**	**١٨١**	**٢٥٦**	**٢٢٨**	**٧٩٠**
العامة	**١٣٣**	**١٩٩**	**٢٥٨**	**١٦٧**	**٧٥٧**	**١٤١**	**٢١٠**	**٢٧٢**	**١٩٣**	**٨١٦**
الري	**١٦٥**	**٢٠٢**	**٢٧٦**	**٢٠٤**	**٨٤٧**	**١٢٩**	**٢٣٦**	**٢٦٨**	**٢٠٥**	**٨٣٧**
الكراكات المصرية	**١٤٣**	**١٨٠**	**١٧٩**	**٢٠٤**	**٧٠٦**	**٨٠**	**١٦٣**	**٢٣٨**	**١٧٦**	**٦٥٧**
كراكات الوجه القبلي	**٦٤**	**١٦٠**	**٢٣٩**	**١٨٥**	**٦٤٨**	**١٠١**	**١٤٦**	**٢٠٥**	**١٥٩**	**٦١١**
المكتب العربي	**١٢٥**	**٢١٢**	**١٧٠**	**١٧٤**	**٦٨١**	**١٥٢**	**١٢٨**	**١٧٨**	**١٧٣**	**٦٣١**
ريجوا	**١٠٧**	**١١٠**	**٢٥٢**	**٢٢٥**	**٦٩٤**	**١٤٦**	**١٥٠**	**١٦٦**	**١٩٠**	**٦٥٢**
المكتب الاستشاري	**١٦٨**	**١١١**	**١٥١**	**١٢٥**	**٥٥٥**	**١٥٦**	**١٨٠**	**٢١٤**	**١٦٥**	**٧١٥**
رقم الشركة الفائدة	**١١**	**٤**	**١**	**١٠**	**٤**	**١١**	**٦**	**٣**	**٤**	**٦**

سابعا: اختبار الفروض إحصائيا:

يقدم الباحث في الجزء الآتي الاختبار الإحصائي للفروض وذلك على الآتي:

الفرض الأول:

توصل الباحث إلى صحة الفرض الأول بفروضه الفرعية أرقـــام ١/١، ١/ ٢، ١/ ٣، ١/ ٥، ١/٦/١، ١/٦/٢، ٧/١. وعدم صحة الفرض الفرعي رقم ٤/١.

وبناء على ما سبق فإن التحول في نمط الملكية من ملكية عامة إلى ملكية خاصة قد أدى إلى تحسـن الأداء الربحـي والنقدي واستغلال الأصـول وانخفـاض احتمـال التعثـر وانخفاض المخاطر المالية ومخاطر الأعمال وتحسـن الأداء التشغيلي، كما نشأ عن التحول في نمط الملكية ارتفاع نسـبة قيمة الديون إلى قيمة الأصول، ويوضح ما سبق الجدول رقم (٩).

جدول رقم (٩)

تطور مستوى الأداء قبل وبعد الخصخصة

طبيعة الأداء	المؤشر	رقم الفرض	متوسط الأداء قبل الخصخصة	متوسط الأداء بعد الخصخصة	التطور	نسبة التطور (مرة)	نتيجة اختبار الفرض
الربحي	**العائد على المال المستثمر**	**١/١**	**٠,٠٤**	**٠,٠٧٢**	**٠,٠٣٢**	**٠,٨٠**	**صحة الفرض**
النقدي	**نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة**	**٢/١**	**٠,١١**	**٠,١٨**	**٠,٠٧**	**٠,٦٤**	**صحة الفرض**
استغلال الأصول	**معدل دوران الأصول**	**٣/١**	**٠,٣٦**	**٠,٤٩**	**٠,١٣**	**٠,٣٦**	**صحة الفرض**
هيكل التمويل	**نسبة قيمة الديون إلى قيمة الأصول**	**٤/١**	**٠,٥٨**	**٠,٧٧**	**٠,١٩**	**٠,٣٣**	**عدم صحة الفرض**
التعثر	**مؤشر التمان**	**٥/١**	**٠,٥٨**	**٠,٨٢**	**٠,٢٤**	**٠,٤١**	**صحة الفرض**
المخاطر	**مقياس المخاطر المالية**	**١/٦/١**	**(٠,٤٨)**	**٠,٠٤٤**	**٠,٥٢٤**	**١,٩**	**صحة الفرض**
	مقياس مخاطر الأعمال	**٢/٦/١**	**٠,٦١**	**١,٦٠٤**	**٠,٤٥٤**	**٠,٧٤**	**صحة الفرض**
التشغيلي	**نسبة الربح إلى المبيعات**	**٧/١**	**٠,٠٣**	**٠,٠٧**	**٠,٠٤**	**١,٣٣**	**صحة الفرض**

وبناء على ما سبق من عرض نتائج الدراسـة الميدانيـة واختبار الفرض الأول يكون الباحث قد استوفى الإجابة على التساؤل الأول المحقق للهدف الأول للبحث.

الفرض الثاني:

توصل الباحث إلى صحة الفرض الثاني؛ حيـث توجـد فروق معنوية في مستويات الأداء قبل وبعد الخصخصة فـي جميع أوجه الأداء والمعبر عنها بالأرقـام ٢/ ١، ٢/ ٢، ٢/ ٣، ٢/ ٤، ٢/ ٥، ٢/ ٦، ٢/ ٧، وإن كانت الفـروق غيـر جوهرية في الفرض الفرعي الأخير ٨/٢ وبالتالي تثبت عدم صحة هذا الفرض الفرعي.

جدول رقم (١٠)

طبيعة الفروق في مستويات الأداء قبل وبعد الخصخصة

طبيعة الأداء	المؤشر	رقم الفرض	طبيعة الفروق في مستوى الأداء قبل وبعد الخصخصة بمستوى ثقة ٩٩
الربحي	**العائد على الاستثمار**	**١/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
النقدي	**نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة**	**٢/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
استغلال الأصول	**معدل دوران الأصول**	**٣/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
هيكل التمويل	**نسبة قيمة الديون إلى قيمة الأصول**	**٤/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
التعثر	**مؤشر التمان**	**٥/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
المخاطر المالية	**مقياس المخاطر المالية**	**٦/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
مخاطر الأعمال	**مقياس مخاطر الأعمال**	**٧/٢**	**فروق جوهرية "معنوية"**
التشغيلي	**نسبة صافي الربح إلى المبيعات**	**٨/٢**	**فروق غير "معنوية"**

وتتفق الفروق الجوهرية في الأداء الربحي مع ما ذكـره ميجنسون وآخرين [٣٧] ولا تتفق نتائج هذا البحث مع نتـائج ميجنسون وآخرين فيما يتعلق بنسبة قيمة الديون إلـى قيمـة الأصول وإن ظلت العلاقة معنوية أو جوهرية في الحـالتين؛ حيث ارتفعت النسبة بعد الخصخصة، وتتفق النتـائج فيمـا يتعلق بالأداء التشغيلي إلا أن العلاقة غير معنوية كما توصل إليها ميجنسون.

كما تتفق نتائج الأداء الربحي بهـذا البحـث وجوهريـة الفروق مع ما ذكره سيوزا [٣٨]، وإن اختلفت النتائج بالنسبة لنسبة الديون إلى الأصول؛ حيـث ارتفعـت النسـبة بعـد الخصخصة وهو عكس ما ذكره سيوزا، وإن كانت طبيعـة العلاقة لهذه النسبة قبـل وبعـد الخصخصـة ذات فـروق جوهرية، وبهذا يستوفي الباحث الهدف الثاني من هذا البحث.

الفرض الثالث:

توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سـلوك العائد المالي والمعبر عنه بمعدل العائد على المال المسـتثمر

---

[٣٧] W. Megginson, et., al., Op. Cit., P. ٢٠

[٣٨] J. Isuza, Op. Cit., P. ٥٥.

وسلوك المخاطر المالية إذ بلغت درجـة الارتبـاط ٠,٩٨، فضلاً عن توافر نفس العلاقة بين العائد المـالي ومخـاطر الأعمال؛ حيث بلغت درجة الارتباط ٠,٩٥١، وكانت درجة الارتباط بين العائد المالي وكلا من المخاطر المالية ومخاطر الأعمال معا ٠,٩٨٩، وبناء على مـا سـبق تثبـت صـحة الفرض الثالث، ويتفق ذلك مع الأدب الفكري، فكلمـا زادت المخاطر كلما زاد العائد، أي أن العلاقة بينهما علاقة طردية، وبهذا يكون الباحث قد استوفى الهدف الثالث.

الفرض الرابع:

توصل الباحث إلى صحة الفرض الرابع، إذ كانت النتائج كما يلي:

٨/ ١: علاقة الارتباط بـين مقيـاس التعثـر (التمـان) والمخاطر المالية ٠,٩٧٢.

٨/ ٢: علاقة الارتباط بـين مقيـاس التعثـر (التمـان) ومخاطر الأعمال ٠,٩٦٣.

٨/ ٣: علاقة الارتباط بـين مقيـاس التعثـر (التمـان) والمخاطر المالية ومخاطر الأعمال معا ٠,٨٨.

ولهذا فإن العلاقة موجبة ذات دلالة معنوية، وبناء على ذلك تثبت صحة الفرض الرابع، فكلما تحسنت مقاييس التعثر في صالح المنظمة مما يعني سلامة قوتها المالية والاقتصادية وارتفاع عوائدها، فإن ذلك لا بد أن يتحقق من خلال تبني مستويات مرتفعة من المخاطر المالية ومخاطر الأعمال.

ونظرا لارتفاع المخاطر المالية ومخاطر الأعمال قبل الخصخصة وانخفاض مؤشر التمان، فإن معنى ذلك أن الشركات كانت معرضة للتعثر والإفلاس قبل الخصخصة، وقد انخفضت مؤشرات التعثر وتحسن مقياسه مع تحسن المخاطر المالية ومخاطر الأعمال بعد الخصخصة.

الفرض الخامس:

توصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة بين مؤشر التعثر (التمان) وكلاً من نسبة الديون إلى الأصول، ونسبة الديون إلى الملكية، ونسبة الديون الطويلة إلى الملكية، إلا أن هذه العلاقة غير جوهرية أو غير معنوية؛ حيث كانت درجة قوة الارتباط كما يلي:

٩/ ١: علاقة مؤشر التعثر (التمان) بنسبة الديون إلى الأصول (٠,٠٣١) وهي غير معنوية.

٩/ ٢: علاقة مؤشر التعثر (التمان) بنسبة الديون إلى الملكية (٠,٠٢١) وهي غير معنوية.

٩/ ٣: علاقة مؤشر التعثر (التمان) بنسبة الديون الطويلة إلى الملكية (٠,٠١١) وهي غير معنوية.

٩/ ٤: علاقة مؤشر التعثر (التمان) بالمتغيرات الثلاثة السابقة (٠,٠٣٣) وهي غير معنوية.

وبناء على ذلك تثبت عدم صحة الفرض الخامس، وبناء على اختبار الفرضين الرابع والخامس يكون الباحث قد استوفى الهدف الرابع؛ حيث تحسنت مؤشرات التعثر بعد الخصخصة، كما توجد علاقة سالبة بين مؤشرات التعثر ونسب هيكل التمويل وإن كانت غير جوهرية.

الفرض السادس:

توجد علاقة بين الربحية والسيولة، والثانية تشتق من الأولى، ولهذا وفي الأحوال الطبيعية إذا زادت الربحية فإنه ينبغي أن تكون هناك سيولة كافية، وقد كانت العلاقة بين الربحية والمقاسة بمعدل العائد على المال المستثمر والسيولة والمقاسة ببعض المؤشرات كما يلي:

٦/ ١: علاقة العائد على المستثمر بنسبة التداول (٠,٧٨) وهي معنوية.

٦/ ٢: علاقة العائد على المال المستثمر بنسبة التـداول السريعة ٠,٨٩ وهي معنوية.

٦/ ٣: علاقة العائد على المال المستثمر بنسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة ٠,٩٥ وهي معنوية.

وبناء على ما سبق فإن العلاقة بين العائـد علـى المـال المستثمر ونسبة التداول علاقة عكسية معنويـة، وإن كانـت العلاقة بين العائد على المال المستثمر ونسبة التداول السريعة ونسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة علاقة طردية معنويـة، ولهذا تثبت عدم صحة الفرض ٦/ ١، وصحة الفرضـين ٦/ ٢، ٦/ ٣.

الفرض السابع:

توصل الباحث إلى صحة الفرض السابع؛ حيـث توجـد علاقة ارتباط موجبة معنوية فكلما زادت معدلات الـدوران "كفاءة استغلال الأصول" كلمـا زادت الربحيـة، حيـث إن معاملات الارتباط كانت على النحو الآتي:

٧/ ١: علاقة معدل العائد على المال المستثمر بمعدل دوران الأصول ٩١، وهي علاقة معنوية.

٧/ ٢: علاقة معدل العائد على المال المستثمر بمعدل دوران رأس المال العامل ٠,٨٠ وهي علاقة معنوية.

٧/ ٣: علاقة معدل العائد على المال المستثمر بمعدل دوران الأصول الثابتة هي ٠,٩٤ وهي علاقة معنوية.

الفرض الثامن:

توجد علاقة بين (السيولة) والمقاسة بنسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة وكفاءة استغلال الأصول، فكلما زادت الثانية ارتفعت الأولى وقد توصل الباحث إلى وجود الآتي:

٨/ ١: علاقة نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة ومعدل دوران الأصول ٠,٧٦ وهي معنوية.

٨/ ٢: علاقة نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة ومعدل دوران رأس المال العامل (٠,٧٤) وهي معنوية.

٨/ ٣: علاقة نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة ومعدل دوران الأصول الثابتة ٧٧، وهي معنوية.

وبناء على نتائج اختبار الفروض السادس والسابع والثامن والتي تؤكد وجود توافق فيما بين نتائج أداء الشركات حيـث إن:

- السيولة = د (الربحية)
- الربحية = د (كفاءة استغلال الأصول)
- السيولة = د (كفاءة استغلال الأصول)

يكون الباحث قد استوفى الهدف الخامس.

ثامنًـا: أسـباب تبـاين الأداء قبـل وبعـد الخصخصة:

يرجع السبب في تباين الأداء قبل وبعد الخصخصة مـع تحسنه إلى مجموعة من العوامل الآتية (*):

١- إن طبيعة عمل شركة التنمية الزراعية تحتاج إلى طبيعة ملكية خاصة، حيـث إن انخفـاض الأداء يرتبط بالملكية العامة فالإنتاج الزراعي وملحقاته يتطلب طبيعة ملكية خاصة تشرف بنفسها علـى

* مقابلة مع السيد المهندس أحمد الليثي رئيس الشـركة القابضـة بمكتبه يوم ١٩٩٩/٩/٢٥، ومقابلة مع السيد المهندس عبد الغنـي حسن نائب الشركة القابضة يوم ١٩٩٩/٩/٢٥.

الأداء؛ حيث تختلف طبيعة التخطيط من تخطـيط ورقي إلى تخطيط فعلي، مع اختلاف الرقابة مـن رقابة مستندية بواسطة جهات خارجية متعددة إلى رقابة فعلية بواسطة صاحب المال.

٢- تحول الأسلوب الإداري والتنظيمي في الشـركات إلى أسلوب إدارة وتنظيم أكثر فعالية وأقل تكلفة.

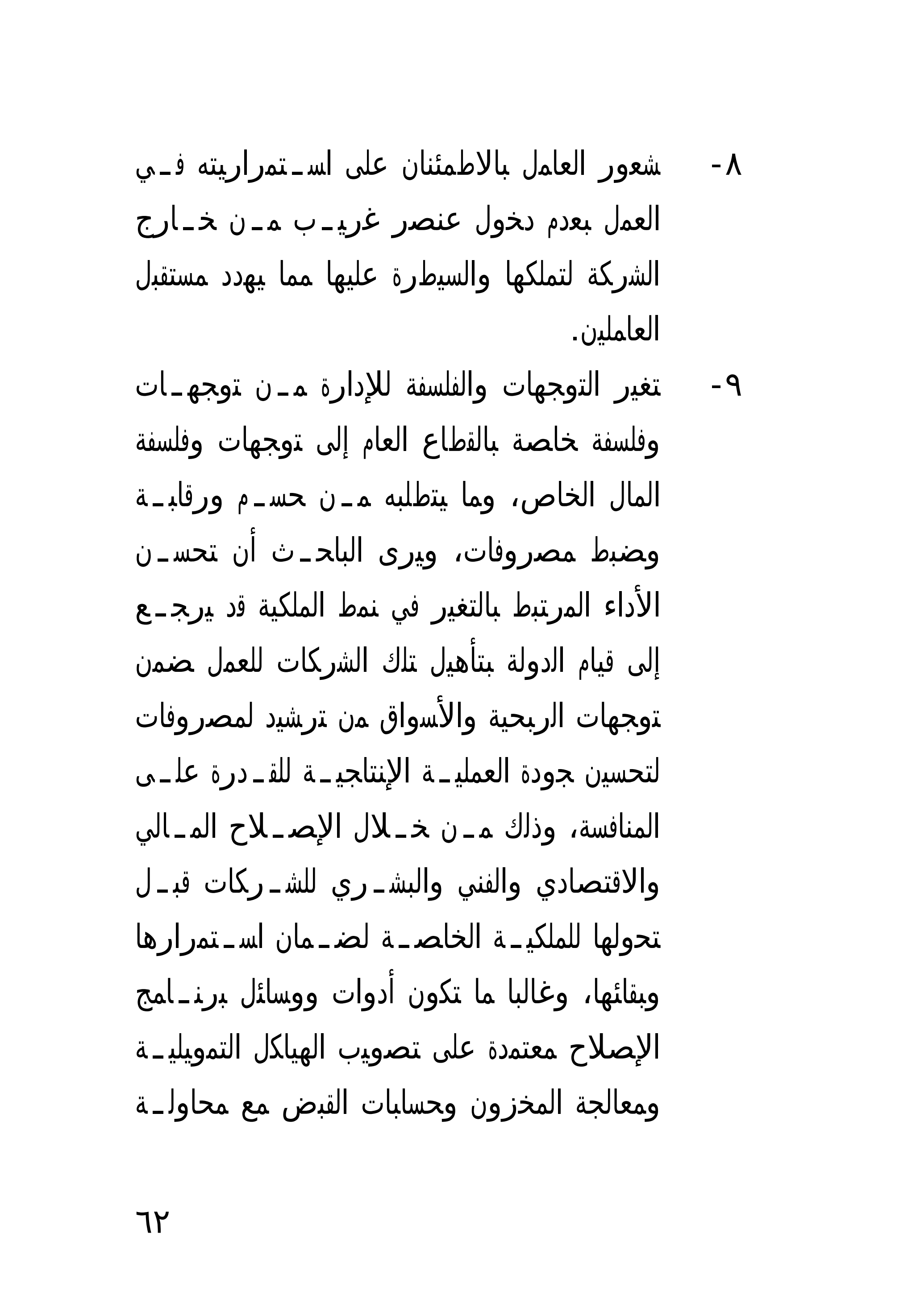
٣- تحول العامل من مجرد أجير إلى مالـك يـؤدي العمل بكفاءة وفعالية اقتصادية أكبر مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتحول العمالة إلى عمالـة منتجـة بأعلى نسبة ممكنة ويكون التحول تدريجيا.

٤- الحرص على خفض التكاليف وترشـيد الإنفـاق وسيادة مفهوم المال الخاص.

٥- زيادة ولاء العاملين لشركاتهم باعتبارهم أصبحوا ملاكًا لأسهمها.

٦- إشراك العاملين في الإدارة مما يؤدي إلى سـعة إدراكهم وزيادة خبرتهم.

٧- الاستفادة من الخبرات السابقة في تطوير الشركة.



٨- شعور العامل بالاطمئنان على استمراريته في العمل بعدم دخول عنصر غريب من خارج الشركة لتملكها والسيطرة عليها مما يهدد مستقبل العاملين.

٩- تغير التوجهات والفلسفة للإدارة من توجهات وفلسفة خاصة بالقطاع العام إلى توجهات وفلسفة المال الخاص، وما يتطلبه من حسم ورقابة وضبط مصروفات، ويرى الباحث أن تحسن الأداء المرتبط بالتغير في نمط الملكية قد يرجع إلى قيام الدولة بتأهيل تلك الشركات للعمل ضمن توجهات الربحية والأسواق من ترشيد لمصروفات لتحسين جودة العملية الإنتاجية للقدرة على المنافسة، وذلك من خلال الإصلاح المالي والاقتصادي والفني والبشري للشركات قبل تحولها للملكية الخاصة لضمان استمرارها وبقائها، وغالبا ما تكون أدوات ووسائل برنامج الإصلاح معتمدة على تصويب الهياكل التمويلية ومعالجة المخزون وحسابات القبض مع محاولة

ترشيد هيكل المصروفات من خلال التخلص من العمالة الفائضة عن طريق تطبيق المعاش المبكر الاختياري.

وغالبا ما يصاحب عملية تحسين الأداء بعد الخصخصة جدلاً علميا كبيرا حول أسباب هذا التحسن؛ حيث يرى ميجنسون وآخرين [٣٩] أنه يصعب معرفة أسباب التحسن، وفي الوقت نفسه يستبعد التغيرات السعرية كسبب للتحسن، بينما يرى بوبيكاريا وكوست [٤٠] أن تحسن مستوى الأداء بعد الخصخصة يتوقف على مستوى دخل الفرد أو ظروف الأسواق، وأخيرا يرى ستيفين ودافيد [٤١] أن البيئة الاقتصادية المحيطة في الدولة غالبا ما يكون لها تأثير قوي وأساسي على أداء الشركات.

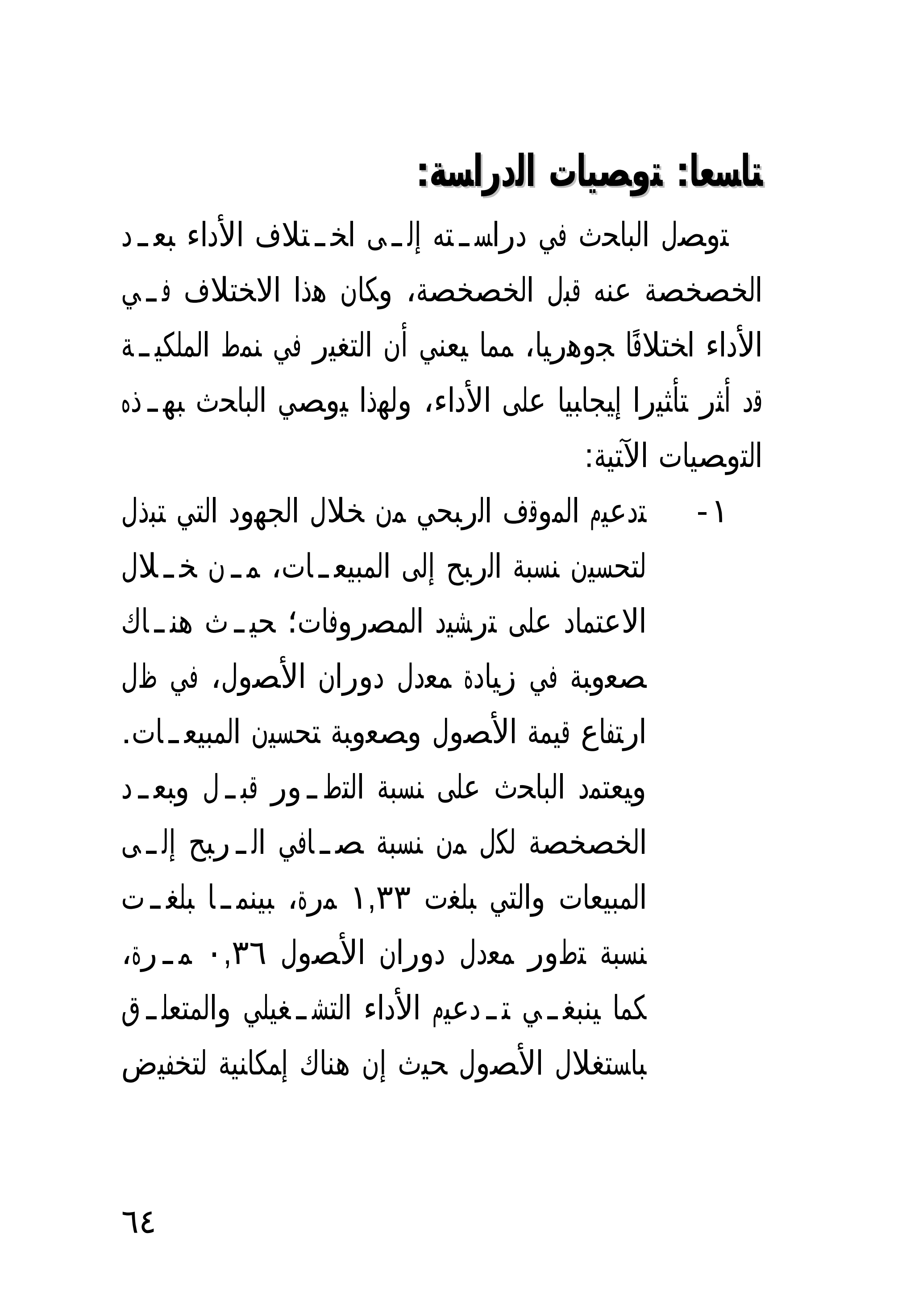
وبناء على ما سبق يكون الباحث قد استوفى الهدف السادس من أهداف البحث.

---

[٣٩] W. Megginson, et., al., Op. Cit., P. ١٦.

[٤٠] N. Boubakari and C. Coss et., al., Op. Cit., P. ٥٠.

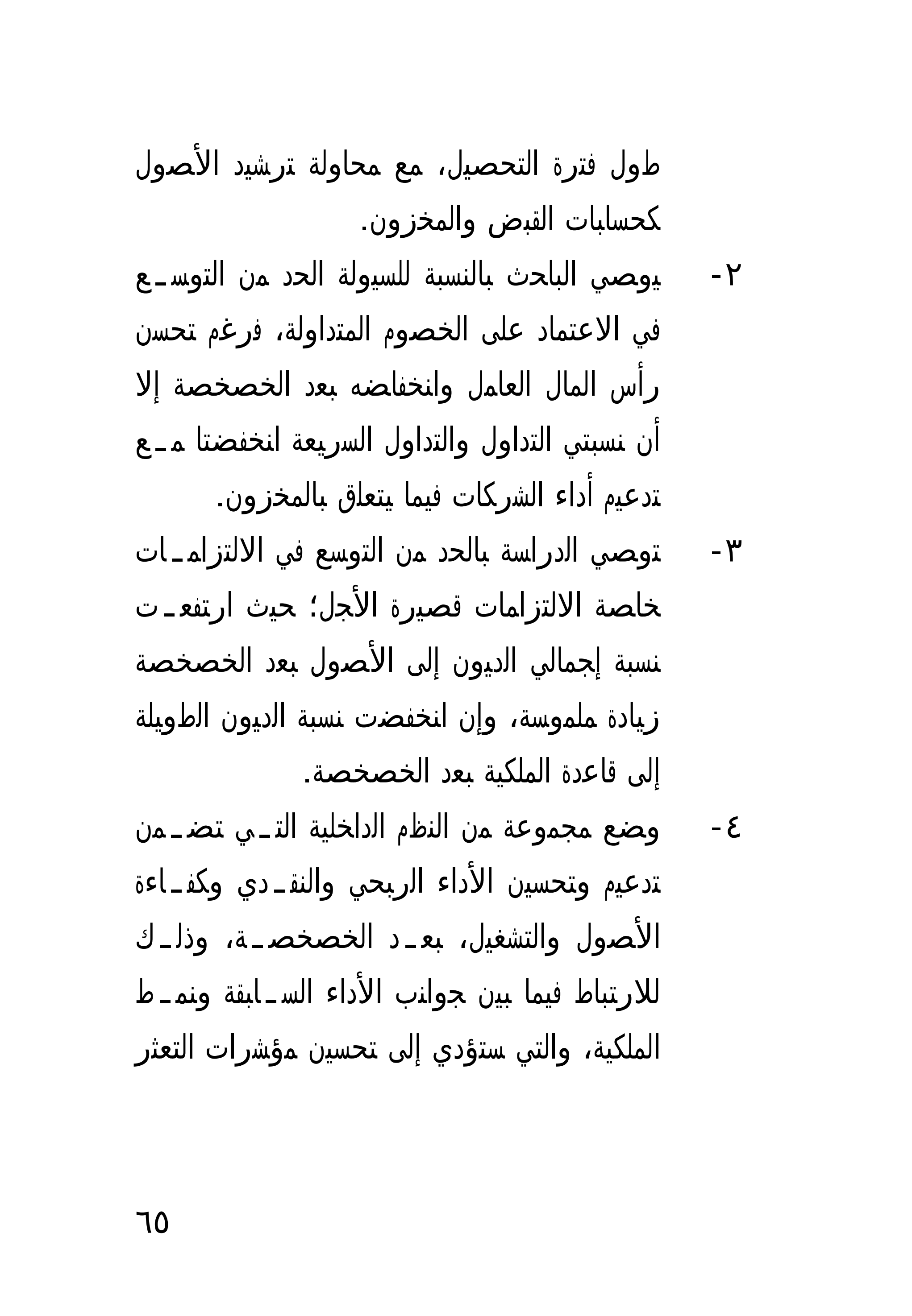
[٤١] M. Stephen and P. David, Op. Cit., P. ٢٠.



تاسعا: توصيات الدراسة:

توصل الباحث في دراسته إلى اختلاف الأداء بعد الخصخصة عنه قبل الخصخصة، وكان هذا الاختلاف في الأداء اختلافًا جوهريا، مما يعني أن التغير في نمط الملكية قد أثر تأثيرا إيجابيا على الأداء، ولهذا يوصي الباحث بهذه التوصيات الآتية:

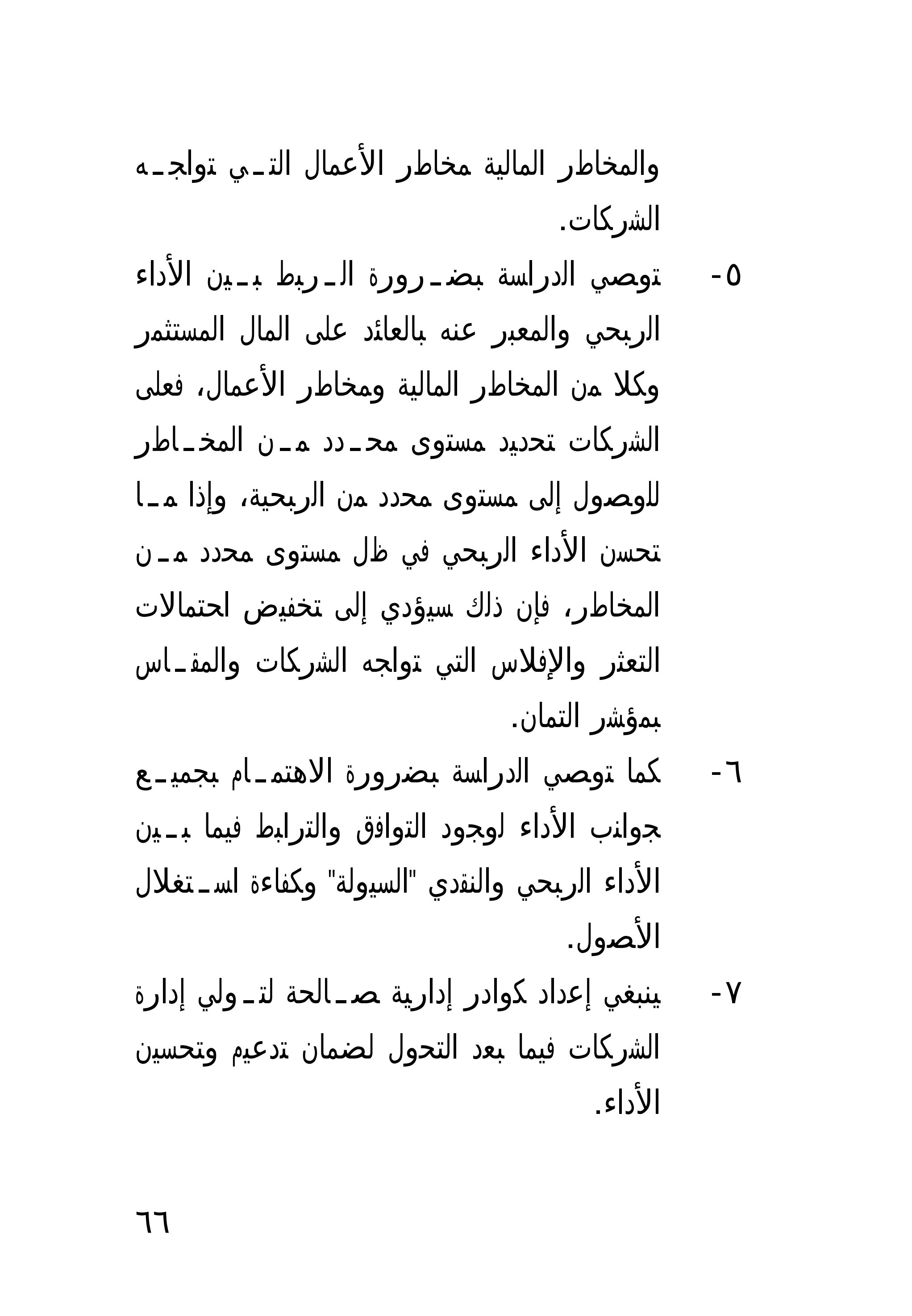
١- تدعيم الموقف الربحي من خلال الجهود التي تبذل لتحسين نسبة الربح إلى المبيعات، من خلال الاعتماد على ترشيد المصروفات؛ حيث هناك صعوبة في زيادة معدل دوران الأصول، في ظل ارتفاع قيمة الأصول وصعوبة تحسين المبيعات. ويعتمد الباحث على نسبة التطور قبل وبعد الخصخصة لكل من نسبة صافي الربح إلى المبيعات والتي بلغت ١,٣٣ مرة، بينما بلغت نسبة تطور معدل دوران الأصول ٠,٣٦ مرة، كما ينبغي تدعيم الأداء التشغيلي والمتعلق باستغلال الأصول حيث إن هناك إمكانية لتخفيض


طول فترة التحصيل، مع محاولة ترشيد الأصول كحسابات القبض والمخزون.

٢- يوصي الباحث بالنسبة للسيولة الحد من التوسع في الاعتماد على الخصوم المتداولة، فرغم تحسن رأس المال العامل وانخفاضه بعد الخصخصة إلا أن نسبتي التداول والتداول السريعة انخفضتا مع تدعيم أداء الشركات فيما يتعلق بالمخزون.

٣- توصي الدراسة بالحد من التوسع في الالتزامات خاصة الالتزامات قصيرة الأجل؛ حيث ارتفعت نسبة إجمالي الديون إلى الأصول بعد الخصخصة زيادة ملموسة، وإن انخفضت نسبة الديون الطويلة إلى قاعدة الملكية بعد الخصخصة.

٤- وضع مجموعة من النظم الداخلية التي تضمن تدعيم وتحسين الأداء الربحي والنقدي وكفاءة الأصول والتشغيل، بعد الخصخصة، وذلك للارتباط فيما بين جوانب الأداء السابقة ونمط الملكية، والتي ستؤدي إلى تحسين مؤشرات التعثر



والمخاطر المالية مخاطر الأعمال التي تواجه الشركات.

٥- توصي الدراسة بضرورة الربط بين الأداء الربحي والمعبر عنه بالعائد على المال المستثمر وكلا من المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، فعلى الشركات تحديد مستوى محدد من المخاطر للوصول إلى مستوى محدد من الربحية، وإذا ما تحسن الأداء الربحي في ظل مستوى محدد من المخاطر، فإن ذلك سيؤدي إلى تخفيض احتمالات التعثر والإفلاس التي تواجه الشركات والمقاس بمؤشر التمان.

٦- كما توصي الدراسة بضرورة الاهتمام بجميع جوانب الأداء لوجود التوافق والترابط فيما بين الأداء الربحي والنقدي "السيولة" وكفاءة استغلال الأصول.

٧- ينبغي إعداد كوادر إدارية صالحة لتولي إدارة الشركات فيما بعد التحول لضمان تدعيم وتحسين الأداء.

٨- كما توصي الدراسة بتـوافر بعـض المتطلبـات الأساسية على المستوى القومي كما يلي:

٨/ ١: نشر الوعي بوسائل الإعلام عـن مزايـا البيـع لاتحادات المساهمين لتأهيل الشعب لهذه الأفكار.

٨/ ٢: تبني الدولة سياسات تعمل على تنمية الطلب على المشروعات التي تحولت لاتحـادات المسـاهمين لضمان استمرارها وبقاءها علـى الأقـل لفتـرة زمنية ملائمة حتى تثبت دعائمها بالأسواق.

٨/ ٣: تبني الدولة لسياسـات تحسـن مـن الظـروف الاقتصادية العامة نظرا لتـأثير تلـك الظـروف الاقتصادية على الأداء.

٨/ ٤: تبني الدولة لسياسات تسمح بزيادة الدخل المتـاح للتصرف للأفراد نظرا لأهمية ذلك على الأداء.

عاشرا: نقاط بحثية مستقبلية:

يختتم الباحث دراسته ببعض النقاط البحثيـة المسـتقبلية وذلك على النحو الآتي:

١- تحديد أنسب المصادر التمويليـة لتمويـل قيـام اتحادات المساهمين بشراء شركاتهم.

٢- مشاكل تمويـل اتحـادات المسـاهمين لشـراء الشركات.

٣- العلاقة بين طبيعة الشركات المباعـة لاتحـادات المساهمين بالكامل مع الأداء المالي والاقتصادي.

٤- دراسة تحليلية لأسباب الاختلاف في الأداء قبـل وبعد الخصخصة من خلال اتحادات المساهمين.

المراجع

* مراجع باللغة العربية

ـ *متنوعات:*

١- د. أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، (القاهرة: دار الكتـب العلميـة للنشـر والتوزيع: ١٩٩٥).

٢- الشركة القابضة للمضـارب والمطـاحن، بيـان بأسماء الشركات التي تم بيع جزء منها أو كلهـا لاتحادات المساهمين من العاملين، يوليو ١٩٩٩.

٣- جمهورية مصر العربية، وزارة قطاع الأعمـال العام، المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العـام، بيان بالشركات التي تم بيعها لاتحادات المساهمين من العاملين، مارس ٢٠٠٠.

٤- م/ عبد الغني حسن السيد، تجربة تملك اتحـادات العاملين المساهمين لأسهم شركاتهم في مصـر، مشروع المشاركة في التنميـة ديسـمبر ١٩٩٥،

ورقة عمل مقدمة إلى الندوة المقامة في الجامعـة العمالية، ٢٠/ ١٢/ ١٩٩٥.

* المراجع الأجنبية

ـ كتب:

١- C. Vuylsteke, Techniques of Privatization of State Owned Enterprises, Volume ١, Methods and Implementation, World Bank Technical Paper, Number ٨٨, The World Bank, Washington, D. C., ١٩٨٨.

٢- E. A. Helfert, Techniques of Financial Analysis, (Illinois: IRWIN, ١٩٨٧).

٣- D. R. Myddelton, The Essence of Financial Management, (N. Y., Prentice Hall, ١٩٩٥).

٤- F. Ghadar, et., al., Accelerating Private Ownership: The Role of Esop's in Privatization For Development, D. C., International Law Institute, Washington, ١٩٨٧.

٥- K. Bradley & A. Gelb, Worker Capitalism, The New Industrial Relations, (Cambridge Mass: The MIT Press, ١٩٨٣)

٦- L. A. Bernstein & J. J. Wild, Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation, (Boston: Irwin, Mc Graw – Hill, ١٩٩٨).

٧- L. Blackstonoe & D. Francks, Guide to Management Buy – Outs ١٩٨٦ – ٨٧, (London, The Economist Publications Ltd, ١٩٨٨).

٨- M. Pirie & P. Young, The Future of Privatization, (London: Adam Smith Institute, ١٩٨٧).

٩- M. Wright & B. Coyne, Management Buy – Outs, (London: Croom – Helm, ١٩٨٦).

١٠- P. Drucker, The unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Come to America, (N. Y., Harper and Row, ١٩٧٦).

١١- R. Finney, Every Manager's Guide to Business Finance, (American

Management Association, N. Y., ١٩٩٤).

١٢- R. M. Wilson and G. MeHugh, Financial Analysis A Managerial Introdution, (Cassell Educational Limited, London, ١٩٩٢).

١٣- S. Rubin, A Guide To Debt Equity Swaps, The Economist Intelligence Unit, Speical Report No: ١١٠٤, September, ١٩٨٧.

ـ دوريات:

١٤- A. Beauty, "The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans", Journal of Financial Economics, ٣٨, ١٩٩٥.

١٥- E. Mayer & C. Meadowcroft, "Selling Public Assets: Techniques and Financial Implications", Privatization and Regulation: The U. K. Experience, ed., by: J. Kay, et., al., (Oxford: Clarenden Press, ١٩٨٦).

١٦- G. E. Osland & S. T. Cavusgil, "Performance Issues in U. S. Chino

Joint Ventures", Financial Analysts Journal, January/ February ١٩٩٥.

١٧- J. Redwood & O. Lelwtin, "New Directions in Privatization", (Manuscript, R. M. Rotschild & Son Ltd, ١٩٨٦).

١٨- J. Silkenat, "GRIP: Guaranteed Recovery of Investment Principal", International Financial Law Review, March ١٩٨٨.

١٩- J. Souza, "Determinents of Finance and Operating Performance of Newly Privatized Firms, "Thesis for Ph. D. of Philosophy, Athens, Georgia, U. S. A. ١٩٩٨.

٢٠- K. Bradley & A. Gelb, "Employee Buyouts of Troubled Companies", H. B. R., Sep./ Oct., ١٩٨٥.

٢١- K. McDonald, "Why Privatization is not enough?", H. B. R., May/ June ١٩٩٣.

٢٢- L. Bucheit, "Converting Sovereign Debt Into Equity Investments",

International Financial Law Review, September, ١٩٨٦.

٢٣- M. A. Conte, "Financial Returns of Public Esops Companies: Investor Effects vs, Manager Effects", Financial Analysis Journal, July August, ١٩٩٦.

٢٤- M. Conte & A. Tannenbaumn, "Employee Owned Companies: Is The Difference Measurable?", Monthly Labor Review, July ١٩٧٨).

٢٥- M. Stephen and P. David, "Privatization and Economic Performance Throught The U. K. Business Cycle, "Managerial and Decision Economics, ١٩٩٥.

٢٦- N. Boubakri and C. Cosset, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms Evidence From Developing Countries, "The Journal of Finance, June ١٩٩٨.

٢٧- R. Bruner & E. R. Brownlee, "Leveraged Espos, Wealth Transfers, and Shareholder Neutrality", The Case

of Polaroid", Financial Management, Spring, ١٩٩٠.

٢٨- S. Chang, "Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Analysis", Financial Management Journal, ٢٠, ١٩٩٠.

٢٩- S. Chang & D. Mayers, "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence From Employee, Stock Ownership Plans". Journal of Financial Economics, ٣٢, ١٩٩٢.

٣٠- S. Chaplinsky, "Employee Buyouts: Causes Structures and Consequences", Journal of Financial Economics, ٤٨, ١٩٩٨.

٣١- S. Chisty, "Privatization in The Bank's Developing Countries: The Experience of Bangladesh", Conference on Privatization Policies, Methods and Procedures, (Manila, Asian Development Bank, ١٩٨٥).

٣٢- W. E. Ferson & V. A. Warther, "Evaluating Fund Performance in a

Dynamic Market", Financial Analysis Journal. Nov./ Dec., ١٩٩٦.

٣٣- W. Meginson, et., al., "The Financial Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", The Journal of Finance, June, ١٩٩٤.

ـ متنوعات:

٣٤- Esops: Revolution or Ripoff Business Week, ١٥ April, ١٩٨٥.

ملحق (١)

جمهورية مصر العربية

وزارة قطاع الاعمال العام

الشركات التي تم بيعها بالكامل او اغلبية اسهمها لاتحادات العاملين المساهمين

م	الشركة القابضة	النسبة	[illegible]	التاريخ
١	٢٠٠ المكتب الهندسي للتصميمات والري	%١٥	٥	[illegible]
٢	٢٠٠ وادي كوم امبو لاستصلاح الاراضي	%١٥	٧٠	١٩٩٤/١٢/٢١
٣	٢٠٠ الشركة العامة لاستصلاح الاراضي	%١٥	١١	١٩٩٤/١٢/٢٢
٤	٢٠٠ الشركة المصرية العقارية	%١٥	٤٦	١٩٩٤/٣/١٥
٥	٢٠٠ الري للاشغال العامة	%١٥	٢٣	١٩٩٥/١/٨
٦	٢٠٠ الكراكات المصرية	%١٥	١٨	١٩٩٥/٢/٢
٧	٢٠٠ كراكات الوجه القبلي	%١٥	٨	١٩٩٥/٢/١١
٨	٢٠٠ العربية لاستصلاح الاراضي	%١٥	١١	١٩٩٥/٢/٤
٩	٢٠٠ العامة لابحاث و المياه الجوفية - ريجوا	%١٥	٢٨	١٩٩٥/٢/٢١
١٠	٢٠٠ شركة مساهمة البحيرة	%١٥	٤٦	١٩٩٥/٦/٢١
١١	١١٠٠ النيل العامة للنقل البري*	%١٥	٢٧	٩٧/٦/١٩
١٢	١١٠٠ النيل العامة للنقل الثقيل*	%١٥	٢٧	٩٧/٦/١٩
١٣	١١٠٠ النيل العامة لنقل البضائع*	%١٥	٢٤	٩٧/٦/١٩
١٤	١٠٠٠ النيل العامة للنقل المباشر*	%١٥	جاري توقيع العقود	٩٧/١٢/١٣
١٥	١٠٠٠ النيل العامة لاعمال النقل*	%١٥	جاري توقيع العقود	٩٧/١٢/١٣
١٦	١١٠٠ المصرية للتوريدات و الاشغال البحرية	%٥١	١٦	١٩٩٨/٥
١٧	١١٠٠ ماري ترانس	%٥١	٤٤	١٩٩٨/٥
١٨	٨٠٠ مضارب الشرقية	%١٥	٣٩	١٩٩٨/٦
١٩	١١٠٠ امون للتوكيلات الملاحية	%١٥	٢٦	١٩٩٨/٧
٢٠	١١٠٠ طيبة و ابو سمبل للتوكيلات الملاحية	%١٥	٢١	١٩٩٨/٧
٢١	١١٠٠ ممفيس للتوكيلات الملاحية	%١٥	٤٣	١٩٩٨/٧
٢٢	٨٠٠ مضارب الدقهلية	%١٥	٢٧	١٩٩٨/١٠
٢٣	٨٠٠ مضارب الاسكندرية	%١٥	٢٧	١٩٩٨/١٠
٢٤	٢١٠٠ مضارب دمياط	%١٥	٤٩	١٩٩٨/١٠
٢٥	١٨٠٠ مضارب رشيد	%١٥	١٢	١٩٩٨/١٠
٢٦	٢١٠٠ مضارب البحيرة	%١٥	٢٢	١٩٩٨/١٠
٢٧	٢٠٠ المصرية للري و الصرف	%١٥	٥	١/١٩٩٩
٢٨	٢٠٠ صان الحجر للزراعة	%١٥	١٢	١٩٩٩/٢
٢٩	١٠٠٠ مضارب كفر الشيخ	%١٥	١٣	١٩٩٩/٣
٣٠	١ [illegible]	%١٢	جاري توقيع العقود	١٩٩٩/٣
الاجمالي			٨٩٤	

[illegible]

ملحق رقم (٢)

النسب المستخدمة في البحث

١- نسب الربحية:

١/أ معدل العائد على الأصول= (صافي الربح بعد الضرائب + الفوائد / الأصول) × ١٠٠

١/ب معدل العائد على قاعدة الملكية= (صافي الربح بعد الضرائب + الفوائد / الأصول) × ١٠٠

١/جـ معـدل العائـد علـى مصـادر التمويل طويل الأجل = (صافي الربح بعد الضرائب + الفوائد / المال المملوك + القروض طويلة الأجل) × ١٠٠

١/د نسبة مجمل الربح إلى المبيعات= (مجمل الربح / صافي المبيعات) × ١٠٠

٢- نسب كفاءة استغلال الأصول:

٢/أ معدل دوران الأصول = (المبيعات / الأصول) × ١٠٠

٢/ب معدل دوران النقدية = المبيعات ÷ النقدية × ١٠٠

٢/جـ معدل دوران حسابات القبض = المبيعات ÷ حـ/ القبض × ١٠٠

٢/د متوسط فترة التحصيل = حـ/ القبض × ٢٦٠ ÷ المبيعات

٢/هـ نسبة المبيعات للمخزون = المبيعات ÷ المخزون

٢/و نسبة دوران رأس المال العامل= المبيعات ÷ رأس المال العامل

٢/ز نسبة دوران الأصول الثابتة= المبيعات ÷ الأصول الثابتة

٢/ح نسبة دوران الخصم المتداولة = $\frac{\text{المبيعات}}{\text{الخصوم المتداولة}}$

٣- نسب السيولة:

٣/أ نسبة التداول = $\frac{\text{أصول متداولة}}{\text{خصوم متداولة}}$

٣/ب صافي رأس المال العامل = أصول متداولة – خصوم متداولة

٣/جـ نسبة التداول السريعة = $\frac{\text{أصول متداولة – المخزون}}{\text{خصوم متداولة}}$

٣/د نسبة النقدية = $\frac{\text{نقدية + أ/ م قابلة للتسويق}}{\text{خصوم متداولة}}$

٣/هـ معدل دوران المخزون = $\frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المخزون}}$

٣/و فترة التخزين = $\frac{\text{المخزون} \times ٣٦٠}{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}$

٣/ز مهلة السداد = $\frac{\text{حسابات الدفع} \times ٣٦٠}{\text{المشتريات}}$

٣/ح معدل دوران حسابات الدفع = $\frac{\text{المشتريات}}{\text{حسابات الدفع}}$

٣/ط دورة التشغيل = فترة التخزين + فترة البيع والتحصيل

٤- نسب هيكل رأس المال المتغثر:

٤/أ نسبة إجمالي الديون = $\frac{\text{إجمالي الخصوم}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$

٤/ب نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الملكية = $\frac{\text{إجمالي الخصوم}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \times ١٠٠$

٤/جـ نسبة إجمالي الـديون طويلـة الأجل إلى حق الملكية = $\frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي حق الملكية}}$ × ١٠٠

٤/د عدد مرات تغطية الأرباح للفوائد= $\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$

٤/هـ نسبة الرافعة التمويلية = $\frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$

٤/و مؤشر الرافعة التمويلية = $\frac{\text{معدل العائد على حقوق الملكية}}{\text{معدل العائد على الأصول}}$

٥- مقياس التعثر:

التمان Z = ٠,٧١٧ $\frac{\text{رأس المال}}{\text{الأصول}}$

+ ٠,٨٤٧ $\frac{\text{أرباح محتجزة}}{\text{الأصول}}$

+ ٣,١٠٧ $\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الأصول}}$

+ ٠,٤٢٠ $\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الخصوم}}$

+ ٠,٩٩٨ $\frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}}$

٦- المخاطر المالية:

= (معدل العائد على المال المستثمر – معدل الفائدة على القروض) $\frac{\text{الديون}}{\text{الملكية}}$

٧- مخاطر الأعمال:

= (معدل العائد على المال المستثمر – معدل الفائدة على القروض)

+ معدل العائد على المال المسـتثمر $\frac{\text{الديون}}{\text{الملكية}}$

×

ملحق رقم (٣)

بيانات إجمالية للشركات

القيمة بالألف جنيه

القيمة بالألف جنيه

البيان	قبل الخصخصة					بعد الخصخصة				
	٩٠/٨٩	٩١/٩٠	٩٢/٩١	٩٣/٩٢	٩٤/٩٣	٩٥/٩٤	٩٦/٩٥	٩٧/٩٦	٩٨/٩٧	٩٩/٩٨
صافي الربح بعد الضرائب	(٦٠٢٠)	٢٤٥٨٤	١٩٢٢١	٢٦٨٩٤	٧٣٧٣٢	٧٥٨٧٨	٤٥٥٢٤	١١٢٢٤٥	١١٧٣٠٣	١٣١٥٤٦
مجمل الربح (الفائض)	٢٩٣٢٥	٥٧٥٥٤	٥٨٤٧٨	٦٥٠٨٤	١١٣٧٩٧	١٠٩٤٤٦	٦٥٩٣٨	٢٧١٧٧٥	١٨٩٣٤١	١٧٦٦٤٩
صافي المبيعات (بسعر السوق)	٥٨٤١٨٠	٧٧٨٨٦٢	٩٣٣٣٨٠	١٠٥٣٧٨٧	٩٢٣٥٩٦	١٠٠٧٧٨٢	١٠٠٩٢٤٦	١٢١٢٠٧٠	١٨٤٨٨٣٥	٢٣٩٨٤١٣
الفوائد	٢٦٠٥٢	٤٧١٤٨	٧٠٩٩١	٨٧١٩٩	٧٧١٥٥	١٢٩٥	٢٣٩٤	٩٩٧٤	٧٣٣٧	٣٥٠٩
تكلفة البضاعة المباعة (عوامل الانتاج)	٥٧١١٣٧	٧٦٩٣٧٤	٩٠٨٣٩٣	١٠٢٣٤٨٠	٨٩٧٤٧٨	٩٨٠٣٥٣	٩٦٥٧٤٣	١٢٠٤٠٢٩	١٧٠٣٩٩٧	٢٢٠٨٥٧٢
الاجور	٩٥٥٧٤	١١٥٥٩٩	١٢٧٠٠٤	١٤٩٥٢٩	١٤٧٦٥٠	١٣٨٩١٢	١٤٤٨٢٩	١٦١٩٧٤	١٨٥٩٢٤	٢١٥١٩١
أوراق مالية قصيرة الاجل	٣٩	٤٤	٤٩	٥٤	٢٠٧	٠	٠	٠	٠	٠
المال المملوك	٦٤٣١٤	٩٧٢٩٤	٩٧٢٩٤	٩٧٢٩٤	٩٨٣٨٠	٦٢٨١٠	٦٨٣٨٠	٩٨٣٨٠	١١٦٢٩٠	١٢٤٠٥٠
الاصول	٢٠٨٨٠٦٢	٢٠٨٩١١٦	٢٤١٦٣٠٨	٢٩٧٣٧٦٠	٢٨٨٢٢٨٧	٢٦٠٧٤٤٩	٢٩٦٣٩٧٤	٢٩٧٣٢٥٥	٣٢٢٧٠٧٩	٣٤٩٣٥٢٧
قروض طويلة الأجل	٢٧٤٨٦٠	٣٢١٣٢٦	٣٤٨٧٠٣	٤٠١٢٣٣	٤٣٠١٧١	٣٩٩٢٦٩	٤١٣٥٥٣	٤٣٤٩٧٢	٣٨٧١٥٢	٤٢٠٨٥٨
النقدية	٤٣٨٠٥	٩٨٥٥٩	١٤٣٤٩٦	١٥٠٩٢٩	١٧٥٨٩٣	١٨١٤٣٦	٣٣٧٨٧٧	٢٥٩١٣٣	٣٩٧٩٠٧	٤٣٩٣٩٣
حسابات القبض (جملة المدينين)	٧٠٧٥٥١	٩٨٣٩٦٤	١١٢٩٦٩٢	١٤٩٧٧٠٢	١٧٨٨٦٠٢	١٧٠٧٣٦٤	١٤٤٨٤٥٤	١٧٠٧٠٨٨	١٩٠٩٥٢٨	١٤٧٩٢٣٩
المخزون	١٨٣٠٥٧	٣٣٢٥٨٩	٤٨٩١١٩	٢٩٨٢٢٨	٢٤٣٣٠١	٣٠٠٩٦٦	٣٠٥١٧٨	٣٠٥٤٤٠	٣١٠٥٠٤	٣١٨٨٢٤
الاصول الثابتة	٤١٨٣٧٥	٤٧٧٠١١	٥٦٥٤٥٧	٧٠٠٩٣١	٧٩٩٦٨٨	٥١٣٧٣٢	٥٧٥٥٥٩	٨٢٧٨٩٧	١٠٤٠٥٣٣	١١١٩٧٣٠
مجموع الاصول المتداولة	٩٣٤٤١٣	١٢٨٥١٠٩	١٥٤٢٣٠٧	١٩٤٦٨٥٨	٢٢٢٨٩٩٣	٢١٨٩٧٦٦	٢٠٩١٥٠٩	٢٣٦٨٧٦٠	٢٦٠١٤٨٧	٢٥٨٤٣٨٢
مجموع الخصوم المتداولة	٦٦١٨٠٨	٨٥٣٧٨٧	٩٩٠٦٤٠	١٢٩٠٧٤٥	١٥٠٥٥٦٨	١٥٦١٣٦٨	١٥١١١٥٢	٢٢٧٢٤٣٤	١٨٩١١٤٩	٢١٧٥١١٤
حسابات الدفع (جملة الدائنون)	٥٢١٥٣٥	٥٩٥٥٦٦	٧٧٤٠٥٢	٩٩٣٥٧٢	٩٠٢٦٧٤	١١٧١٤٩٣	١٠٩٩٩٨٠	١٤٠٢٥٨٢	١٥٠١٥٨٢	١٥٧٠٠٥٤
مجموع الخصوم	٢٠٨٨٠٦٢	١٩١٢١١٦	٢٤١٦٣٠٨	٣٠٧٣٧٦٠	٢٩١٢٢٨٧	٢٦٠٧٤٤٩	٢٩٦٣٩٧٠	٢٩٧٣٢٥٥	٣٢٢٧٠٧٩	٣٥٤٧٥٢٧
المشتريات *	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠

* ٢٠ % من تكلفة البضاعة المباعة .